《转型中的中国》丛书·京城四剑客书系

金融的江湖

With the Tide of Finance

巴曙松⊙著

上海财经大学出版社

《转型中的中国》丛书之缘起

与思考乐书局合作，来源于一段相当长的友情交往，也出于一次看似偶然的机缘。

思考乐书局的名称起得颇为有意：在书局一方，也许有“我思考，我快乐”、“开卷读书可以得到思考的乐趣”等等含义在内；在我看来，它也许暗合了一句犹太谚语的蕴意。

那句犹太谚语是这么说的：“人们一思索，上帝就发笑。”为什么人们一思索，上帝就发笑呢？曾引用过这句谚语的捷克作家米兰·昆德拉这么解释：“因为人们愈思索，真理离他愈远。人们愈思索，人与人之间的思想距离就愈远。因为人从来就跟他想像中的自己不一样。当人们从中世纪迈入现代社会的门槛，他终于看到自己的真面目：堂·吉诃德左思右想，他的奴仆桑丘也左思右想。他们不但未曾看透世界，连自身都无法看清。”

问题不在于人的思索、思考，也不在于上帝为什么发笑。一个孩子在大人面前做出一付成人状，引得长辈们一阵笑声，孩子会傻笑几声，因为他懂得大人们笑中的善意，这并不妨碍孩子义无反顾地学习做成人，成长为成人。人懂得对上帝的敬畏和谦卑，就会懂得上帝笑声中的善意，也就会傻笑几声学会幽默和解嘲。最怕的是中国的庄子所描写的“执而不化”的那些人，因为他们总认为自己的思考就是至高无上“绝对真理”。上帝笑声中的讥讽意味，就是被这种自以为是的偏执而咯吱出来的。

所以，我以为思考乐书局的深层用意就在于，以“新知、格调、情趣”为诉求，让书籍教化和升华人们的精神世界，使之会心于上帝为何而笑，从而以更开放的心态，更谨慎地予以思考和求知。

思考乐书局的总经理早年是改革开放初期，最早的丛书——新学科丛

书的策划编辑之一；思考乐书局的会员，许多是大学生、研究生和年轻白领……这就决定了这套丛书必须是：题材新颖、思想深刻、定位准确和引领转型时期的潮流。

之所以把这套丛书起名为“转型中的中国”，是因为经历了20多年的改革开放和思想解放，中国在新世纪初迎来的是一个全新的发展课题，面临的是一个更深层面和更高目标的转型阶段。中国近20年的社会注意力主要集中在经济领域，而全面建设小康社会的新阶段必然把人们的注意力扩展到社会、政治、文化和其他领域。丛书作为一种文化现象，将致力于承担起记录和传承中国社会转型历史的使命。

因此，我们企望当今中国地不分南北、年不分老幼的学术界精英能在这样一个载体上团聚起来，首先从经济学入手，从最年轻的学者开始，逐渐扩展开去，共同来编纂这样一套丛书。

江山代有才人出。20多年前，中国改革开放伊始，老一辈的学者成为中国改革开放和思想解放运动的启蒙者；中青年的精英也为中国20多年的经济转型助推加力。到如今，当年的青年学者大多已进入决策层，进入对策研究和学术研究的高层，而他们学生辈的新新学者正以各种姿态亮相于经济、社会、政治等各个领域。因此，丛书将以学者文集、热门话题、专题研究和海外译丛等形式陆续问世。

现在放到读者面前的是丛书的第一个系列——“京城四剑客”经济学随笔系列。这被称为“京城四剑客”的是四位少年气盛、才高八斗、多产多思的新新学者。四位全部具有博士学历、都经历博士后修炼。他们自我号称是“飘一代”的经济学家。“飘”者，漂泊也，在异地他乡无根也。作为“飘一代”的成员，他们立志在市场上来实现自身的价值，把自己的作品视为迎合市场需求的“私人产品”，而非“公共产品”。因此，可以这么说，这四本随笔集是中国青年经济学者第一次成团队地集体直面市场“展销”他们殚精竭虑、呕心沥血酿造的精神产品。

新的世纪之初，中国社会已从计划经济转型进入市场经济，并将在这起点上加速融入全球经济一体化的大趋势中。在市场经济中，顾客就是上帝；在市场经济中，精神产品也是市场的一个产品种类；所以，在现代市场经济中，读者就是作者的上帝，哪怕这作者已经是学富五车的学者和泰斗，而读者不过是需要教化的学子和书生……

我们的丛书，就是欣欣然欲以学者的思考结晶而博得读者上帝的会心一笑！

陆 一

2003 年 5 月 7 日

序　言

为他人之书作序，似乎还是第一次。读罢曙松博士《金融的江湖》的“跋”，曾电话相劝，其“跋”作“自序”，我的序言作“前序”或“他序”也许更妥。因其全书的内容和行文特点，其“后记”风格更适作序。当然，结果如何，尚待编辑定夺。但我表此心仪，想必有利于帮助读者以捷径了解此书内容。

人们多称经济学是“显学”，是人文科学的“皇冠”。翻阅《汉语大词典》，显学是指著名的学说、学问。《韩非子·显学》所载：“世之显学，儒、墨也。”古希腊语的“Philosophia（哲学）”，意即爱智慧。马恩概括，哲学是关于世界观的学问，是自然科学、社会科学和人类思维的最高概括与总结。古人也称：“知人则哲。”由此一系列看来，难道哲学不比经济学还“显”？曾被东南亚一些国家抱有敌意的金融大鳄乔治·索罗斯，在反省市场原教主义、现代经济学与经济社会的《开放社会——改革全球资本主义》一书“导言”中，开宗明义说道：“这是一本实践的哲学著作”，“涵盖许多层面：哲学的和实践的，公共的和个人的。”看来，一个熟谙市场经济的索罗斯，想透彻地解释经济社会，仍想求助哲学的思考。还曾记得，一个世界级的经济学大师说过，经济学是一门不成熟的科学。所以我想，称经济学为“显学”的，肯定是出于经济学家或爱好经济学的学者嘴中、笔下，也许哲学家、史学家等只是不计较而已。

我一向认为，经济学之所以重要，之所以“显”，是因为经济学是经世济用之学。随着人类文明和物质财富的飞快增长与进步，在一般情况下，议论理财、研究金融增值等等——这些被公共政府与媒体、经济学家和民众方方面面所关注，只是说明经济学比起其他学科，更显出其“公众性”、“实用性”而已。当然在“非典”的特殊时期，想必又另当别论。

我又认为，从事于经世济用之学的工作者，或者是称为什么“家”，基本可分三类，一是理论经济学者：专攻于原创经济学，假定前提，数学推导，理论创新；一是政策经济学者：参考理论，根据脚下踩的国土现状，研制经世济用之制度、政策；三是飞机场式经济学者（保罗·克鲁格曼认为经济学作品大体分三类：希腊书信式、动态报道式和飞机场式），其经济学作品多是用经济学最佳兜售者语言写成，此类书大多在飞机场销售（当然也包括宾馆、书亭）。这三类经济学者，社会都需要。恐怕在我们所处的伟大的、特殊的转轨时期，政策经济学者更为重要。因为我始终认为，体现经济学的学问，其基本规则是惟一的。我们这一代大多数经济学者的使命，恐怕多是研究如何逐步“转轨”、“过渡”，研制一定的制度、政策，使我们的经济和体制去最大限度地贴近、发挥惟一规则的功能。原创经济学者很重要，但那是凤飞麟角，规则不可能不断涌现，不断被人发现。飞机场式学者也很重要，要让“显学”能经世、能济用，社会缺不了他们。然而，一个经济学者一般从事其中一项，或两项，当然不泛三项兼而有之者也存在。但要视其精力、阅历和相关知识了。

古人云：“人生交契无老少，论心何必先同调。”我与曙松的交往，特别是文字的往来，已有相当一段时间。他曾在中国银行境内外分支机构就过职，又参与中银香港重组与上市，后在中国证券业协会就职，还担任中国证监会基金监管部专家委员会委员。此以《金融的江湖》为名一书，汇集其主要在香港期间的一些评论，涉及领域之广，可从此书目录一窥：港岛、大陆、全球；金融、财政、银行、证券和基金。就我上述对经济学者的归类，其似乎两条船都踩，有内容严肃，几乎无人问津的《中国执行巴塞尔资本协议的义务和所受影响》，有一看标题就能打动眼球的《世故还是天真：且先来“幽经济学家一默”》；利率的市场化与雪天的杂货店调价挂钩研究，夜莺的唱歌与独立董事职能一并思考，路灯、太阳竟能与金融行政审批放在同一论文中讨论……合上书，欲为其书作序，做概括，似乎较难。他能就经济、金融问题频频有感可发，有感而发，难有可得。我想，在此不仅仅就他，而是广泛意义上说，要作一位出色的“脚踩两条船”的学者，应具备以下

条件：

一是良好的阅历。有些频频在媒体曝光的大经济学家，也写经济学分支学科的文章，这旁人反对不得。但一写股市文章，旁人感觉总是像股评家写的教人不赚钱的应时文章，这与阅历有直接关系。阅历较广的学者，笔下自然不应流露出经不起推敲的文字。二是系统的经济学训练。缺乏此训练，不可能也不敢在经济学多领域、多视角下笔，不可能驾轻就熟，把世人看来风马牛不相及的事搁在"一口锅里煮"。当然，还须具备对非经济学知识的阅读背景。三是敏感的市场感觉。有些学者才高八斗，知识"系统"，但笔下文章总感觉隔靴搔痒。这也难怪，学府的高墙内毕竟不是市场。若不经常出墙逛逛，自然难以找着市场感觉。四是学者的理想主义。没有理想，不想把经济学当经世济用之学，不想忧天下之忧，"指点江山"，谈何"激扬文字"。缺乏此胸怀，即便具备上述阅历多、学问高、市场感好的条件，也不可能勤奋，不可能敏感，不可能多产，不可能那么执着地去细心观察社会经济、评说经济社会，短时期也写不出那么多富有激情的文章。所以，要当一位成功的经济学者，特别是上述三类学者中的后两者，所述四条缺一不可。当然，立志于当一位原创经济学者或者是二流的飞机场式学者，也许不用那么苛刻的条件。在此，大学者约翰·梅纳德·凯恩斯可能是例外。

其实，曙松系列经济评论的最大特点，是现实感和针对性强。在文采和实用之间，他显然是选择了实用和简单直接。我个人倒是更喜欢这种简洁平淡的写作风格，以我个人的写作经验，用简单平白乃至平淡似清水的语言，化繁为简，深入浅出，将复杂的问题简洁浅白地表达出来，是最难的，是真本事。因为其前提是对一事物的"质的规定性"要透彻了解，与此同时，在"转轨"国土讲"质的规定性"，又不是简单的理论词汇的堆彻和计算公式的累积。通常来看，文章有学者的写法，有投资银行的写法，也有政府机关的写法，三者之间各有千秋，存在不同需求。但若能把复杂问题简单化，往往是一部好经济作品的共同追求。因为写文章毕竟想让读者看懂书中道理。如果自己似懂非懂，旁人只能云里雾里。这本书收集的作品，有

评论、笔记式的体会和感想，有鲜活的行业气息，让人看来，清爽而不拖泥带水、不故弄玄虚，同时不时地偷着流露出一些飘逸与调皮，相信不少实际工作部门的人士和经济理论喜好者是乐于阅读的。实际上，真的要欣赏文采，何必专看经济评论，直接看看小说诗歌散文可能更爽。在形式和内容之间，内容更为重要。

作为在实际部门工作的经济学者，我相信曙松基于研究环境的限制与要求，文章中有些想法是含蓄地隐藏在文字中，许多想法可能不适合写，有的参与起草的内部报告亦不宜公开署名发表。因此，读者在读他的这些经济评论时，可能还需要注意他文字后面的潜在想法。另外，在写这些经济评论的同时，他还一直坚持做一些学术研究，最近跟踪研究巴塞尔新资本协议的系列研究报告集将出版，那应当是目前国内第一本比较系统研究巴塞尔新资本协议的专著。为有经常性学术研究作支持，经济评论才有基石，否则，青年学者过于陷入经济评论，可能就变成单纯的财经记者而不是研究人员了。财经记者并没有什么不好，那是面向公众的“无冕之王”，但是作为青年学者，就易滋生浮躁，更多地为市场大众热点所驱动，被名与利左右，缺乏研究工作必需的沉静心态，那就做不好真学问，做不好经世济用之学。

正是由于曙松同志在经济金融研究、评论写作中所表现的对于现实问题的关注，研究中的沉静心态、勤奋风格和理想色彩，我很乐意为他写下这篇序言。

夏斌

2003年5月3日于北京百万庄

目录
CONTENTS

序言

国务院发展研究中心金融研究所所长　夏斌

随笔

世故还是天真：几先来"幽经济学家一默" / 3

港岛

悲情表象之下的香港 / 13

中国加入"世贸"与香港的重新定位 / 17

能否把香港打造为人民币离岸金融中心？ / 23

学术研究的世故与天真 / 31

——评张五常《学术上的老人与海》

大陆

新经济是从旧经济土壤中成长起来的花朵 / 39

挥别"通货紧缩"的序幕已经拉开 / 48

雪天杂货店调价与利率的市场化 / 52

银行网点要往哪里搬？ / 57

回到内地上市并不是电信市场垄断和电信服务高收费的借口 / 61

为什么当前中国家族企业具有很强的生命力？ / 64

目 录
CONTENTS

人才为什么外流：经济学的解释 / 68
独立、清醒的“夜莺”的歌唱 / 76
——关于现代公司治理结构中独立董事职能的思考
中国信托业的独特优势在哪里？ / 82
管理层收购故事的“中国版本” / 86

全球

新加坡政府投资如何会变成“高价投资” / 111
日元持续贬值：究竟是因为无能，还是一场阴谋？ / 116
美国能否获得来自阿富汗战争的繁荣？ / 124
强势美元政策的迷茫与走向 / 130
东亚经济的“恨不当初”与美国经济的“早知今日” / 136

金融财政

论财政危机的传染效应 / 143
路灯、太阳与金融的行政审批 / 148
中国执行巴塞尔资本协议的义务和所受影响 / 153
金融控股公司的风险何在？ / 158
中间阶层的兴起对金融服务业走向意味着什么？ / 162

银行

无法回避的中国银行业改革 / 169

目录
CONTENTS

过分依赖抵押的银行贷款对经济增长的威胁 / 175
解读当前银行存差与"巨额资金闲置"神话及其隐忧 / 179
利率政策：不能承受之重 / 184
民营银行：含糊的概念炒作还是清晰的现实突破？ / 190
社区银行能否成为中国银行业放松管制的突破口？ / 198
当前个人理财金融服务的增长空间 / 205

证券

论中国资本市场的开放路径选择 / 211
中国股市是"筹资主导"，还是"投资主导" / 219
分流银行资金进入股市：迷梦还是趋势？ / 227
——与易宪容先生商榷
中国资本市场开放进程中 QFII 和 QDII 制度的宏观考察 / 236
国有股减持的市场原则刍议 / 244
当前证券市场上引入中国预托证券（CDR）的使命 / 250
中国企业债券市场有大机遇 / 256
——巴曙松博士、张宁博士访谈录
北京奥运能否推动地方债市场的突破？ / 270
公司治理与中国企业海外上市的成败 / 276

基金

从证券投资基金看中国机构投资者的发展 / 283

目 录
CONTENTS

为产业基金申辩 / 289
当前基金管理公司治理中的迷思 / 300
伞型结构基金的潜在变革意义 / 304
论基金持有人利益保护的结构 / 309
美国共同基金业的独立董事制度及其主要特征 / 312
当前国际对冲基金市场发展的前路 / 316

跋

WITH THE TIDE OF FINANCE

随笔

“两个观点截然相反的人
能够分享同一届诺贝尔奖，
这种情形只有在
经济学中才会出现，
如缪尔达尔(Myrdahl)和哈耶克(Hayek)。”
——有人这么说

在经济学的研究中，基于社会的热望和“显学”地位的持续，有的经济学家似乎觉得自己无所不能。在这种状况下，不失时机地“幽经济学家一默”，让少数飘飘然的经济学家清醒清醒，既可以促使他们更好地作出成绩，而且这种善意和健康的幽默对于经济学的发展也会形成一种良好的校正性力量。

世故还是天真：且先来“幽经济学家一默”

含蓄、灵巧、圆润的幽默，需要平和的心态、充裕的智慧、直面事实的天真、洞察秋毫的世故。这些，恰恰也是从事经济金融研究所必需的。在我看来，学界不少无谓的纷争，如果既世故又天真地旁观，有时还真的能够发现幽默的意味。

由于中华民族正处在一个伟大的复兴时期，大家对经济学寄予厚望；在大家的满怀期待之下，经济学迅速成为我国社会科学中的“显学”；与此同时，经济学家也就成为一个十分引人关注的职业。

应该承认，许多经济学家立足于中国的实际，充分借鉴国际经验，作了大量艰苦而有创造力的探索；但是，同样应当承认的是，经济学离现实的要求还差得很远很远，经济学家做得还很不够。在经济学的研究中，基于社会的热望和“显学”地位的持续，有的经济学家似乎觉得自己无所不能。在这种状况下，不失时机地“幽经济学家一默”，让少数飘飘然的经济学家清醒清醒，既可以促使他们更好地作出成绩，而且这种善意和健康的幽默对于经

济学的发展也会形成一种良好的校正性力量。因此，笔者从网络上搜寻了一些国外关于经济学家的幽默。当然，这些幽默毕竟是国外泊来之物，其功用大约也就是聊博一笑，不要太当真，这也是幽默的本来功能；倘或是能够引发一些有心人的思考，那就是意外的收获了。

一、从来不能互相说服的经济学家

对于经济学家来说，100 个人常常是有着 100 个以上的观点，而且这些观点可以很好地共存。这往往是其它学科难以看到的盛况。于是，有人说："两个观点截然相反的人能够分享同一届诺贝尔奖，这种情形只有在经济学中才会出现，如缪尔达尔（Myrdahl）和哈耶克（Hayek）。"

还有人说："叶利钦有 100 个保镖，其中有一个想谋杀他，叶利钦不知道他是谁；克林顿有 100 个经济学家，每次决策前克林顿都听取这些经济学家的意见，但是每次只有一个人讲对了——而且每次都不是同一个经济学家。看来克林顿的麻烦比叶利钦更大。"

基于经济学家总是互相攻击的现实，也有人总结了所谓"经济学家第一定律"："对于每一位经济学家，都有相应的、观点相反的经济学家存在。"这是一种有意思的共生。

还有人把经济学家的这种互相不能说服的危害推进了一步，指出："惟一比经济学家更危险的，是业余经济学家；而惟一比业余经济学家更危险的，是职业经济学家。"（The only thing more dangerous than an economist is an amateur economist, The only thing more dangerous than an amateur economist is a professional economist.）

二、又聪明又"愚蠢"的经济学家

经济学家掌握了经世济民的大道理，应该是十分聪明，这也有许多故事来证明；同时，经济学家也常常被嘲笑成"愚蠢"的代表，这也有一些故事来证明。看来，这本身应该成为一个值得立项研究的重大课题。有人说："经济学家就是这样一种人，他并不知道他所谈论的，但是，他让你觉得这是你的错误。"从这句话，很难判断人们是觉得经济学家聪明还是愚蠢。

杜鲁门也曾经被经济学家的含糊其辞折腾过。杜鲁门总统曾恨恨地说：我希望找到一个只有一只手的经济学家。为什么？因为经济学家在提出经济建议时常说："一方面（On one hand，英文字面意义为'在一只手上'）……另一方面（on the other，英文字面意义为'在另一只手上'）……"（President Truman once said he wants an economic adviser who is one handed. Why? Because normally the economists giving him economic advice state "On one hand…, and on the other…"）

在对经济学家的幽默中，也有旗帜鲜明地称赞经济学家的智慧的。说是三个经济学家和三个数学家一同外出乘车旅游。去的时候，三个数学家买了三张票，而三个经济学家只买了一张票，数学家心想："这下经济学家要被罚款了。"但是，当查票员过来时，三个经济学家一起躲进洗手间。看到有人进了洗手间，查票员就紧紧跟到洗手间门口敲敲门，躲在里面的三个经济学家递出一张票，查票员看看就算了。数学家们觉得这是一个节省开支的好办法，于是，在回来时，三个数学家只买了一张票，准备如法炮制。奇怪的是，三个经济学家连一张票都没有买。上车后，数学家一看到查票员就躲到洗手间，当数学家听到敲门声就把买的一张票递出来，但是票并没有还给他们。为什么？因为经济学家敲

门后把票拿走，并躲到另外一个洗手间中。

但是，也有不少学者旗帜鲜明地声明关于经济学家“愚蠢”的观点。在著名经济学家克鲁格曼（Paul Krugman）的一本著作《Peddling Prosperity: Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations》（1994）中引述了一个故事：一个印度的经济学家在向他的学生解释他个人领会的转世再生理论：“如果你是一个尽职尽责的、高尚的经济学家，你将转世为一个物理学家；如果你是一个邪恶的、水平低下的经济学家，那你就将转世为一个社会学家。”

也有通过物理学家来拿经济学家开涮的。硕士爱因斯坦碰到三个新西兰人，为了打发时间，他们聊了起来。为了有针对性地聊天，细心的爱因斯坦先了解他们的智商。第一个人回答说智商是190，爱因斯坦很高兴：“我们可以讨论原子物理学和我的一些理论观点。”第二个人回答说是150，爱因斯坦说：“我们可以讨论新西兰为追求世界和平所确立的核不扩散条约。”第三个人回答说智商是50，爱因斯坦稍作踌躇，然后问道：“你预计明年的财政赤字是多少？”据网上介绍，这个笑话刊载于经济学界颇有影响的英国《经济学家》杂志1992年6月13日。经济学界对此没有激烈抗议，可见，经济学家的心态应该说是比较平稳的。

加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）似乎对经济预测比较反感。他说：“有两类经济预测专家：一类是并不知道经济状况的；另一类是不知道自己不知道的。”与此有同工之妙的幽默是比特（Laurence J. Peter）所说的：“经济学家是这样一种专家，他明天就会知道，为什么他昨天预言的事情在今天没有发生。”

经济学家追求的是经世济民，因而总是希望能够被政策主张所采纳。但是，Alan S. Blinder的“摩菲经济政策定律”给出了当头棒喝：“经济学家在他们最为了解、也最易达成一致的领域，对政策的影响最小；而在他们最不了解、分歧最大的领域，对政策的影响最大。”

三、双脚并不立在地面上的经济学家

尽管经济学是经世济民之学，但是，为了保证分析的严谨和推理的严密，经济学家要从现实世界中抽象出来，作出许多假定。于是，有不少人认为经济学家是“双脚并不立在地面上”的脱离实际的人物。这个评价来源于一句戏语：“经济学家和商人有什么区别？经济学家的脚并不放在地上，而商人则把四只脚都放在地上。”

至于经济学家所醉心其中的经济学，似乎用处也不大。有语为证：“经济学在什么时候最有用？经济学只是在招考经济学家时才最为有用。”经济学家自己也对自己的学生自嘲：“经济学并不能保证你不失业；但是，当你失业时，经济学可以让你明白你为什么失业。”

也有人认为经济学家讲的都是对的，但是没有什么用处。说是有两个热气球爱好者乘坐气球，结果被大风吹得偏离了方向，于是他就将气球的高度降低，以便找一个人问问现在飘到哪里了。这时候刚刚过来一个人。一个热气球爱好者问道：“请问我现在在哪里？”那人回答：“你现在在热气球下面。”这时，另外一个热气球爱好者说：“这个回答完全准确，但是绝对毫无用处。这个人一定是个经济学家。”

对于经济学的脱离现实，也有幽默得比较抽象的。Peter Kennedy在其著作《A Guide to Econometrics》（MIT Press，1992）中指出：经济学就是这样一种艺术，它在未经证实的假设到预定的结论间描画曲线。

经济学家常常要设立很多的假定。萨缪尔逊于是讲了一个故事：一个物理学家、一个化学家和一个经济学家漂流到孤岛上，十分饥饿。这时海面上漂来一个罐头。物理学家说：“我们可以用岩石砸开罐头”；化学家说：“我们可以生火，然后将罐头加热”；经济学家说：“假设我们有一个开启罐头的起子。”

经济学上的一些分析方案在现实生活中常常表现得十分可笑。说

是三个计量经济学家出去打猎，远处跑过一只鹿。第一个计量经济学家开枪射击，没有打中，只是偏左一米。第二个计量经济学家开枪射击，也没有打中，只是偏右一米。此时，第三个计量经济学家并不射击，而是以胜利者的口气叫道："我们确定了它的位置，我们能逮住它了。"

四、简洁的、节约感情的经济学家

尽管经济学的著作汗牛充栋，但是在书摊上依然可以看见"五天成为经济学家"之类的小册子。这实际上从另外一个方面显示了经济学的简洁。当然，经济学在讲求简洁时，自然也就不分析感情等因素，而是用冷酷的"供给"、"需求"、"成本"、"效益"来剖析人们心目中温情脉脉的结婚生子等活动，如贝克尔的家庭经济分析。于是也有人说："经济学节约了感情。"

经济学简洁的一个重要表现，是"供给"和"需求"的广泛而深刻的运用。所以有人说："会说供给和需求的鹦鹉也是经济学家。"这有另外一个故事为证：一位哈佛大学的学生在网上讲了一个自称是真实的故事：一天，快上课了，这位学生匆匆忙忙地往教学楼赶，偏偏这个时候电梯十分紧张；他发现诺贝尔经济学奖获得者阿罗也在一楼等电梯上楼。但是，接连几部电梯都是开往地下室。这位学生叫道："真是的，为什么每个地下室的人偏偏都要在这个时候上楼凑热闹！"阿罗立即严肃地纠正他："你把供给和需求弄混淆了。"经济学的简洁在于问题总是那些问题，但是答案却在一直随着环境的变化而变化。说是一位经济学家回到母校，他在校时对考试很有热情，所以对于当前学生的考试题目十分感兴趣。于是，他到教授那里找到了目前正在运用的试卷。令他惊讶的是，这些试卷上的问题与他10年前作答的一样。教授看到他一脸迷惑，不禁哈哈大笑："经济学就是这样，问题总是一样的——只是答案在不断变化。"

经济学的冷冰冰自然也不会逃脱人们的幽默。说是一位颇有身份的教授即将结婚，他衣冠楚楚地到珠宝店为他的未婚妻选购结婚戒指。好心的珠宝店老板认真地为他选购，并告诉他，只要他另外再花 20 美元，就可以将他未婚妻的名字刻在戒指里面。教授连连摇头，“不行，不行，这样的话，会降低戒指转卖时的价值。”珠宝店老板大惑道：“你怎么能够这样说，难道你是一个街头小贩吗？”“不”，这位教授回答，“我是一位经济学家”。

五、乏味又有趣的经济学家

经济学家到底是十分有趣，还是相当乏味，也是一个争论很大的问题。

经济学家有时是十分有趣的，这种有趣有时还表现为一定的杀伤力。话说美苏两国冷战时期，常常互相炫耀实力，表彰破坏对方实力的有功之臣。一次苏联大阅兵，坦克、部队走过，飞机飞过之后，走过来 10 位身着黑色服装的人。旁观者好奇地问：“他们是刺探美国情报有功的间谍吗？”一位克格勃官员回答说：“他们是经济学家，你们可以想想，我们曾经把这些经济学家送到美国，结果给美国经济造成了多大的混乱。”

经济学家的有趣表现在他的职业：“经济学家通过解释其他人为什么贫穷而变得富有。”经济学家的有趣也表现在他的坦率：“我宁肯含含糊糊地对，也不愿严谨无误地错。”这句由凯恩斯说出的话让大家觉得很有意思。经济学家的有趣也表现在他的遮遮掩掩：“经济分析就像比基尼，其所暴露的都是重要的；但是其所掩盖的，却是致命的。”经济学家自然也难免给人留下乏味的印象，以至于使大家对于经济学家的不满延伸到经济政策专家身上：“经济政策专家没有律师的严密，不像神学家那样身体力行，但是比经济学家更能卖弄学问。”

经济学家的乏味也被好事者狠狠攻击了一下，当然从故事中我们还找不出为什么经济学家乏味的原因。说是一个妇人被确诊患了绝症，医生说她只能活半年时间。这位妇人十分热爱生命，所以十分痛苦，医生于是建议她嫁给一个经济学家，妇人奇怪地问：难道经济学家可以治好我的病吗？医生说：不是的，但是你如果与经济学家结婚，就会觉得半年也是十分漫长的。于是，就有人说："应当说，哥伦布是第一个经济学家。当他出发去寻找美洲大陆时，他却不知道自己该往哪里去；当他到达美洲大陆时，他也不知道自己在哪里。但是，他的所有活动都是由政府无偿支持的。"

看来，国外的经济学家的处境似乎并没有中国的经济学家风光，经济学似乎也没有那么高的地位；但是国外的经济学家取得的成就似乎要比我们大。惟望中国的经济学家慎思之，明辨之。

港岛

一个印度经济学家在向他学
生解释自己领会的转世再生理论："如果你是
一个尽职尽责的、高尚的经济学家，
你将转世为一个物理学家；如果你是一个邪恶的、
水平低下的经济学家，那你就将转世为一个社会学家。"
——著名经济学家克鲁格曼曾引述的一个故事

如果就此认为香港已经在金融风暴的打击后一蹶不振，认为香港从回归之时就开始成为中国内地的一个包袱，那就太低估香港这个被诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼称为“自由市场经济典范”的大都会的灵活调整能力了。

悲情表象之下的香港

如果通过传媒来观察香港，香港确实在经历金融风暴之后似乎一直徘徊在一片悲观的迷雾之中：房地产泡沫破灭之后，地产市场一直低沉，失业率创出新高，个人破产案迅速上升，减薪的压力从商业机构扩展到政府机构，国际性机构对香港的竞争力排名也一度下滑，深圳罗湖关口汹涌的人潮也似乎昭示香港服务业成本高昂，难以为继……

迷人的东方之珠，似乎一时间笼罩在悲情的迷雾之中。

仅仅就酒店和餐饮业来看，2002 年 6 月香港敦煌酒楼集团旗下 11 间酒楼全部结业，5 月份则是女真海鲜火锅酒家 6 家分店全面结业。2002 年以来，香港已经有 30 宗酒楼结业案，已经超过 2001 年全年 24 宗的纪录。

如果就此认为香港已经在金融风暴的打击后一蹶不振、认为香港从回归之时就开始成为中国内地的一个包袱，那就太低估香港这个被诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼称为“自由市场经济典范”的大都会的灵活调整能力了。

在悲情表象之下的香港，因为有宽松的市场环境、完善的市场机制和勤奋机敏的创业者，即使面临经济结构剧烈调整的歧路迷茫，依然没有像传媒所渲染的那样惊惶失措。

面临金融风暴之后的冲击，不能再从地产炒作中轻松获利的港人开始从市场中寻找新机会，勤奋的香港人在更多地加班，中环写字楼的灯光经常在晚上11点、12点还通明闪亮；1997年之前能够懂普通话的港人不多，现在在政府机构、商店和餐厅，即使完全讲普通话也不会有太大的沟通障碍。

还是就餐饮业来说，在大型酒楼倒闭结业的同时，有特色的各类小餐馆迅速崛起，迎合了市场的新品味，展现了香港的新特色；私家菜也成为香港餐饮界一景。一位朋友说，从四川成都来的一对夫妇开的名叫"大平伙"的私家菜已经赚了很多钱了。

是的，港人在承受经济结构调整的压力的同时，已经赚了不少钱了；作为一个经济都市，这才是悲情表象之下的实际。

形形色色的经济指标很多，政府收到的税收算是"真金白银"，利得税可以比较真实地衡量企业的盈利状况，因为没有企业是愿意多缴税的。香港2001年底的利得税较之1999年底，已经大幅上升了29%，而同期香港的名义GDP仅仅增长2.9%。香港的企业在紧缩和失业的调整中开始大大地赚钱了。

许多热心关注香港的学者担心香港的高成本会使其患上"日本病"，他们忘记了中国香港与日本在市场机制上的根本差异。日本在20世纪90年代泡沫经济破灭之后，企业的盈利水平以及利得税水平就再也没有恢复过来，2001年日本公司的税收水平较之1985年还低3%，转型和调整缓慢的日本企业不能赚钱，日本经济怎么可能复苏？

反观香港企业的盈利水平和利得税水平，在1997年金融风暴之后，房地产价格大幅下滑60%，严重打击了传统上严重依赖地产行业的企业盈利，盈利增长一度在1998～1999年间低于经济增长水平，但是，在阵痛之后，盈利指标在迅速攀升。

观察香港的经济，也不要老是盯住恒生指数中覆盖的大型企业，香港95%以上的企业雇佣的员工不到20人，这些中小企业的灵活经营才能够真正体现香港的真实状况。据估计，对于恒生成分股而言，如果

扣除其海外盈利，在 1999 年底到 2001 年底期间，其盈利仅仅上升 11%；而那些不是恒生成分股的公司，其盈利则上升了 45%。

如果当前香港经济处于衰退，也是香港企业在大把赚钱的衰退。这是香港经济复苏的曙光。他们已经可以不依赖房地产而大把赚钱了。

除了酒楼和餐饮业的调整之外，作为香港主导性行业的银行业何尝不是如此？在房地产泡沫吹的正大的 1997 年，银行按揭的利率通常是 P + 2.75，到了 2002 年，这一利率水平下降到 P - 2.5 已经不是新闻了。银行除了裁员、减薪、向内地转移后勤处理中心、促使在职员工大量加班等以降低成本之外，也在积极拓展新的盈利渠道，例如财富管理，例如销售新的投资产品，例如拓展收费业务等。

在这个调整中，可能有更多的人失业，但是，就业人员的工资水平在上升。1999 ~ 2001 年间在企业的利得税大幅上升 28% 的同时，工薪税也上升了 15%，年薪超过 100 万港币的高收入阶层的工薪税更是上升了 17%。在这次带有几份惨烈色彩的经济结构调整中，香港在艰难地转向高增值服务，创业者、高增值行业的专业人员、高层管理人员获得了更多的回报。

在这个结构调整的过程中，香港从事中介业务的机构可以说是港人灵活调整的代表。香港的中介机构一直是中国内地联结国际市场的桥梁，在高成本的压力之下，这些中介机构为了降低成本，在大力开拓转口贸易的同时，着力点开始放在成本更低的离岸贸易。在典型的离岸贸易中，货物在中国内地生产，香港商人作为中介机构来订货，然后，从中国内地直接发送到进口国，而无需经过香港。1997 年到 2000 年间，包括在岸贸易和离岸贸易在内的贸易总额增长了 20%，其中离岸贸易的增长则更为迅猛。据统计，2000 年，香港的离岸贸易规模已经达到 1.42 万亿港元，这个规模是香港同期转口贸易规模的 1.02 倍，而在 1997 年，离岸贸易规模仅仅为转口贸易的 84%。

如同餐饮业、银行业和离岸贸易一样，1997 年以来剧烈推进的经

济结构调整对于长期形成的香港经济无疑是一个极大的冲击，居高不下的失业率就是一个最为典型的代价。但是，代价的付出目前看来是值得的，香港的企业、香港的高素质的人群，开始获得结构调整之后的收益。

万事达卡国际组织在2001年度的消费者信心指数调查显示，在接受调查的13个亚洲经济体中，香港的消费者信心指数是最低的，许多经济状况较之香港更糟的经济体，例如日本、菲律宾和印尼，他们的消费者信心指数都明显高于香港。

我们无需指责香港的消费者，任何人在面临这样剧烈的结构转型，面临如此高的失业水平，都不会感到轻松。

但是，香港的企业已经不再主要依靠泡沫地产来赚钱了，香港完善的市场机制和港人灵活的适应能力和创业精神再次发挥了不少理论家所没有预计到的奇迹。随着香港企业和港人财富的积累，在悲情笼罩的迷雾去除之后，香港经济的复苏已经为期不远。

（2002年6月16日于香港跑马地）

香港在中国加入世贸组织的历史阶段重新定位至少应当包括：强化高效率的中介地位；在发挥比较优势的基础上，全面推进与内地经济的融合；通过自身中介地位的强化和与内地经济的融合，推进香港经济向高增值中介服务和高科技化方向的第三次飞跃。

中国加入“世贸”与香港的重新定位

人类步入新世纪，在这个历史性的时刻，中国经过漫长的、黑头发熬成白头发的谈判，终于走到世界贸易组织的门槛上。

正如内地经济界对于中国加入世贸的看法有喜有忧一样，1997 年回归祖国之后、经历东南亚金融危机冲击并保持稳定增长的香港，也在谨慎地关注和审视着中国的这个历史性的进程，这个被称为第二次开放的重大决策。

无论是香港政界还是经济界人士，都普遍注意到中国加入世贸所必然给香港带来的促进和带动作用：外资的流入、转口，贸易的扩大等等都将成为香港经济发展的新动力。

但是，冷静的香港经济界人士也清醒地意识到机会之下的挑战。归结为一点，就是香港特区行政长官董建华先生强调的：在新的开放形势下，香港在中国的整个经济发展格局中，将如何重新定位？

一、来自重新定位的挑战

提出香港重新定位的问题并不是杞人忧天。如果中国加入世贸，内地引进外资政策放宽、投资贸易条件改善，我们可以轻易地提出一系列直接影响香港目前定位的问题：在中国加入世贸之后外商还有必要选择香港作贸易转口吗？香港港口运输量能够保持当前的领先全球的地位吗？2005年后，内地纺织品可能和香港一样解除配额限制，香港比例不小的纺织品贸易能与实力雄厚的内地产品争锋吗？面对有意问鼎亚洲区域经济中心的新加坡，以及内地保持迅猛发展势头的深圳、上海、广州、北京等，香港还能够泰然处之吗？在物价高企、投机心理浓厚、人才结构失衡、信息专业人才欠缺的条件下，香港能够顺利推进经济转型吗？

历史地看，自20世纪80年代以来，香港扮演了内地改革开放的重要角色，不但成为内地了解世界的最大“窗口”，对外贸易的最大“通道”，引进外资的最大“基地”，与国际接轨的最大“桥梁”，而且在回归之后，其经济日益与内地经济融为一体，成为中国经济一个极为重要和密不可分的组成部分。但是在中国加入世贸后，香港经济也势必面临上述挑战。

因此，中国入世已成定局，入世可能对香港带来的机遇也是毋庸置疑的，但是，综合考虑多方面的因素，香港的角色调整和重新定位也是势在必行的。如果香港不能充分抓住这个重大的历史转折关头明确自身的定位，不仅不能充分抓住中国入世可能带来的重大机遇，反而可能部分丧失其作为中国与世界之间的桥梁地位。

二、从中介到融合：香港在中国经济发展新格局下的新定位

中国加入世贸不仅会改写中国对外开放的历史，同样也会给香港

带来新的机遇。据香港金融管理局总裁任志刚测算，尽管香港对内地的出口大体上不会受到入世条款影响，但转口贸易，即货物经由香港进出内地的活动，则会大幅增加，估计会令香港的本地生产总值年增长率上升百分之零点五至百分之一左右。香港财长曾荫权预计，中国加入世界贸易组织，能令香港的本地生产总值 10 年内增加 5.5%。据海外有关研究部门预测，中国加入世贸后未来 5 年的贸易量，将从 2000 年的 3 200 亿美元，上升到 6 000 亿美元，长期以来充当中国外贸中转站的香港，转口贸易量将直线上升，并带来运输、服务、旅游等行业出现新一轮复苏的繁荣，港人的就业矛盾也将得到缓解。

当然，这些测算更多地是从静态和短期的角度来分析的。香港要想在这个重大的历史时刻获得更多的收益，就必须充分考虑自身的重新定位。

我们认为，综合考虑内地和香港目前的经济发展现状，香港在中国加入世贸的历史阶段的重新定位至少应当包括：强化高效率的中介地位；在发挥比较优势的基础上，全面推进与内地经济的融合；通过自身中介地位的强化和与内地经济的融合，推进香港经济向高增值中介服务和高科技化方向的第三次飞跃。

首先，香港要继续强化自身的中介地位，提高中介效率。中国加入世贸，应当说是可以增强香港在内地与国际经济交往中的中介地位，因为中国的开放和发展都需要依托国际、国内两个市场，香港正处于这两个市场的交汇点上，有着内联外引的特殊优势。随着内地开放程度提高，中国市场经济与国际规则接轨，而香港与国际市场的联系非常紧密，内地借助香港获取融资和信息、开拓海外市场的需求将会增加。香港这种基于地缘和文化的独特作用，不仅不会削弱还会进一步强化；事实上，作为内地与海外交流合作的中转站，香港所承担的角色将赋予更多的内容和突出的色彩。进入世贸组织后，内地金融、电信、保险、会计等方面急需大量资金、人才、信息等，而这些恰恰是香港优势所在。港商完全可以与内地企业结盟互补，捷足先登，占领市场。另一方面，由

于市场准入条件所限以及商人审慎心理驱使，不少国外商人直接进入内地市场或放手投资内地尚需时日。港商所拥有的人缘、地理、文化等优势以及熟悉情况、经验丰富、沟通渠道等因素，必会成为国外商人首选合作伙伴。香港金融、信息、贸易、运输等方面，将在相当长的时期内继续保留自己不可替代的优势。

其次，香港利用入世机遇在发挥比较优势的基础上积极推进与内地经济的融合。内地拥有相当实力的制造业，是香港不可或缺的后盾和支撑。香港经济以金融、房地产、旅游、商业为主导，离不开制造业的依托和支撑，内地制造业的繁荣恰好可以弥补香港经济不足。事实上，内地多个高速发展的行业都与香港的服务业优势相呼应。以资讯科技业务为例，预计2005年内地互联网用户数目将成为全球之冠；而电信业方面，内地是全球第四大电信市场，城市电话用户和流动电话用户在4年间分别急升3倍和15倍。高速增长的内地经济需要在香港筹集资金，并且由香港提供一系列专业服务。如果香港能够抓住这种机遇，就可以进一步提升其作为"高增值服务中枢"的能力。中国加入世贸后，将扩大对外开放领域，加大市场开放力度，内地港资企业产品的内销份额和比重亦会大幅上升，香港商人在内地的投资领域更广，合作空间更宽，投资方式更活。一方面，港商可以大刀阔斧参与投资部分内地过去未曾对外开放或有所限制的领域，如金融、保险、电信、外贸、商业、会计等。另一方面，面对国际产品的冲击和压力，内地产业，特别是金融、电信、农业、基建、化工、汽车制造等产业，迫切需要投资合作对象。这些都为内地和香港经济的进一步融合提供了现实的条件和基础。

第三，香港要利用中国入世的机遇积极推进结构调整和第三次飞跃的实现。中国改革开放二十多年来，香港制造业大量内迁发展，为香港服务业的迅速扩张让出了空间。当前全球化的科技进步正在引领香港进入又一个经济结构的转型，中国加入世贸，给香港新一轮的产业结构调整提供了契机，有利于香港的信息、资金优势同内地的结合，从而促进香港创新科技产业的形成与发展。

三、抓住中国加入世贸的契机，推进香港经济的第三次飞跃

历史地看，香港的经济发展历程已经经历了两次影响深远的历史性飞跃：第一次是在20世纪50年代，香港从转口贸易港发展为以轻纺工业为龙头的出口加工业基地；第二次是在70年代末开始，由于制造业迁移内地，为香港发展以房地产和金融业为主的服务业让出了空间。

当前，香港正处于第三次历史性飞跃的关键阶段，而中国加入世贸正好为这个历史性的飞跃提供了契机。目前的这个历史性飞跃，强调的是香港利用信息科技手段增强高增值服务中介地位，一方面发展创新科技产业，另一方面利用创新科技提升传统产业的科技成分。

原因很直接、很简单，但是确实又是影响深远的：中国加入世贸将推动对科技进步和创新的要求，香港可以利用资金、信息、商业创意和技术引进等方面的优势，结合内地雄厚的科研基础和人才优势，发展新兴产业和高技术产品以及相应的科技服务业，形成新的优势产业。其次，香港在内地的加工贸易制造业也必须提高技术含量，以适应内地经济结构升级的需要，这不但可以提高香港企业的国际竞争力，也可以进一步拓宽香港创新科技生存和发展的基础。此外，内地将全面开放服务业，这也可以带动香港高增值服务业的进一步发展。

目前，发展创新科技带动香港经济实现第三次飞跃已成为社会共识，并得到实质推进，尤其在资讯科技方面，取得不俗的成绩。目前，香港已经成为全球最开放的电信市场之一，也是拥有最优良的电信基础建设和服务的地区之一。这使高科技产业在香港发展和各行各业利用电子技术提高自身增值能力成为可能。同时，香港已经初步形成高科技产业，不少香港传统产业更纷纷采取合资、合作、独资、收购、重组等不同策略，介入电信、互联网、电子商贸等资讯科技领域。此外，一些国际知名的科技公司也相继到香港投资发展。香港服务行业电子化的进

程也得到快速推进，尤其在金融业方面，网上银行、网上买卖股票如雨后春笋般出现。这些发展有助于巩固和提升香港金融中心的地位，更有利于带动以创新科技支撑的高增值服务业成为香港经济未来新的增长点。

如果说香港经济的第三次飞跃会不可避免地遇到科技基础薄弱、科技人才短缺的制约的话，那么，中国加入世贸则刚好为缓解这一制约提供了宽松的条件，因为中国内地在基础研究、科研设备和人才培养等方面实力雄厚，有相当一部分高科技领域接近世界先进水平。香港如果能够积极发挥比较优势，开展与内地的经济融合，就能够为第三次的经济飞跃提供强大的动力。

国际经济学界在总结经济转轨时强调：为什么中国的经济转轨取得了成功，而俄罗斯等国家则没有？一种观点是，因为，中国有一个香港，作为通往国际市场的桥梁，作为学习市场经济规则的窗口。

今天，在中国顺利实现经济转轨、并且以加入世贸为代表开展第二次开放的时候，香港这个东方之珠，将再次面临新的发展机遇。

香港的优势是有目共睹的，曾荫权先生自信地总结说，香港集中了其他竞争地方所没有的优势，除了与内地是最密切的经济伙伴外，香港运输网络四通八达、中英双语并用、商界对内地和国际营商环境同样熟悉、法律和保护知识产权的制度完善、资讯和资金自由流通、行政部门效率高而廉洁、简单的税制和低税率、治安良好、生活自由、富有国际大都会的气息。

因此，我们有理由相信，在中国加入世贸这个历史的关键时刻，香港通过自身的重新定位，通过强化中介地位，在发挥比较优势的基础上推进与内地经济的融合，推进第三次经济飞跃，香港这颗明珠将更加煜煜夺目。

如果说人民币的自由兑换在短期内还可以由政府行为主导，由政府有意识地决定前进速度和方向的话，那么，人民币的国际化、特别是人民币在境外的流动和离岸市场的兴起，则基本上是一个市场需求推动下的自发过程。

能否把香港打造为人民币离岸金融中心？

在香港逛街时，近年来一个明显的变化是，标出“本店接受人民币”的商店明显多了，购物者中讲普通话的也明显多了，以至于在购物时，往往好奇地问一下：付人民币行不行？许多商店的答复是“可以”；如果再问“你们是如何处理这些收取的人民币的？”店员往往是谦虚和谨慎地一笑：“这是我们的秘密。”

还与深圳过来的访问者聊过，他们介绍说，香港有的店铺还接受中国内地银行的信用卡呢。至于信用卡的账目如何清算，也是店铺的秘密。

在国内传媒近来一直炒作人民币的国际化的主题时，香港的人民币流通似乎还遮掩在带有神秘色彩的迷雾中：我们不知道在香港市场上的人民币规模究竟有多大？不知道这些人民币是如何流动的？不知道在香港接受内地银行信用卡的商铺打通了什么样的特别渠道？

而允许人民币在香港的流通，允许香港的银行吸收人民币存款并发放人民币贷款，就是将这些围绕在香港市场上流动的人民币周围的迷雾去除的重要举措。

当然，人民币在香港流通的意义还不仅仅在于此，这实际上是将香港打造为人民币离岸金融中心的重要一步，也是推进人民币国际化、提

高人民币国际影响力的重要一步。

一、香港市场上流动的人民币究竟有多大规模?

经常有朋友问,究竟流动在香港的人民币有多大规模?坦率地说,在目前人民币还不能合法地在香港流通时,没有人能够准确地说出这个捉摸不定的规模。

但是,我们可以作一个轮廓性的测算。即使我们不考虑所有不一定合法的人民币出境渠道,仅仅考虑从1993年开始实施的中国居民允许携带不超过6 000元的人民币出境的规定,在香港流动的人民币就已经是一个不小的数目。

据统计,在1996年到2001年之间,香港共接待了中国内地1 890万游客,如果这些游客仅仅将6 000元中的一半花在香港,则目前香港市场上就应当至少有570亿元人民币。

实际上,人民币在香港流通规模的增长势头则更为迅猛。2002年,香港取消了中国内地居民来港旅游的配额限制,头4个月游客就增长达48%。由此带来的人民币则无疑更多。

瑞银华宝公司作了一个测算,假定2002年内地游客增长50%,随后每年增长15%,如果内地游客将6 000元中的3 000元花在香港,香港市场上在2005年的人民币规模会达到1 570亿元;如果内地游客将6 000元全部花在香港,则2005年香港市场上的人民币会达到3 130亿元的规模。

3 130亿元,这是任何金融机构、任何监管者都不能忽视的规模。如果不能清晰地把握这些资金的流动,就不能把握由此可能导致的对于金融体系的影响。目前看来,允许人民币在香港流通,允许香港的金融机构经营人民币业务,进而将香港打造为人民币的离岸中心,是必须尽早考虑的一个思路。

二、美元在伦敦走过的离岸道路

探讨人民币的离岸市场发展之路，美元在伦敦走过的道路值得参考。

伦敦的欧洲美元市场可以说是最为典型的离岸货币中心之一，该市场诞生于20世纪50年代，起因的大背景则是当时的冷战环境，苏联和东欧需要为其积累的美元资金寻求一个在美国之外的存放和使用的市场；在1957年的英镑危机中，英国政府为了抑制对于英镑的投机压力，禁止伦敦的银行向第三方的贸易进行英镑融资，在事实上促使银行转而吸收更多的美元存款并发放美元贷款。

当时还保持一定金融管制措施的美国对于欧洲美元的兴起也日益担忧，于是在20世纪60年代，美国政府颁布了一系列抑制美元外流的政策举措，例如1963年通过的对美国投资者购买外国资产的收益征税，1965年通过了限制美国的银行直接向外国借款人借出美元的法案，随后还通过了控制利率波动幅度的Q条例。但是，这些管制性的举措在事实上促进了欧洲美元市场的繁荣，许多美国的金融机构为了逃避这些管制，干脆将相关的业务运作机构迁移到伦敦等海外市场。1960年底美国的货币紧缩政策推高市场利率，但是在Q条例的约束下美国的银行吸收存款的难度加大，因而美国的银行业转而向其在伦敦等设立的机构吸取资金。这无疑又极大地推动了欧洲美元市场的进一步繁荣。目前，欧洲美元的离岸业务尽管起源于伦敦，但是目前已经扩展到美国、开曼、日本、新加坡、中国香港等国家和地区。

我们从美元离岸市场起伏的发展历程中可以看到，资本账户的管制和利率管制是推动一种货币离岸市场兴起的直接原因；在许多时候，离岸市场的兴起是对于政府货币管制的冲击，是市场自发地寻求不受管制的道路前行，因此这些离岸市场往往并不是货币发行国所乐意见到的。

但是，正是因为这些离岸市场的兴起迎合了市场的现实需求，因而其发展势头之蓬勃，往往是管制者所难以逆料的。

三、香港开展人民币离岸业务的潜在市场

人民币离岸市场在香港能否发展起来，最为关键的除了中国内地政府的允许或者默许之外，当然是现实的市场需求状况如何。

除了前述中国游客带出的6 000元人民币日益累积的巨大市场之外，人民币离岸业务的市场空间还很广泛。

企业是金融市场上最为活跃的资金使用者。目前，许多进入中国市场的香港企业或者一些跨国公司为了避免货币错配的风险，在大幅减少借入外汇贷款，而对于人民币资金则保持了相当旺盛的需求。

边贸以其独有的形式在推动人民币的国际化。据调查，在中国的边贸中，人民币已经成为相当有影响力的货币，边贸活动的活跃无疑会累积相当比率的人民币。

在中国与亚洲各国的贸易中，目前的计价货币主要是美元，这一方面有历史的因素，另外也可能是商品最终需要出口到美国市场。随着中国经济的发展，在中国与亚洲各国的贸易中，会有更大比重的商品是亚洲各国出口到中国市场的，因此，对于这些部分商品贸易用人民币计价，进而导致人民币的资金需求是必然的趋势。

2001年中国大陆与亚洲经济体的贸易规模分别为：中国香港1 576.28亿美元，日本883.37亿美元，韩国319.71亿美元，新加坡125.28亿美元，中国台湾106.47亿美元，马来西亚76.23亿美元，印度尼西亚40.43亿美元，菲律宾17.46亿美元。

四、人民币离岸业务能够推动香港成为人民币离岸金融中心

实际上,运行人民币在香港的流通,运行香港的金融机构吸收人民币存款,正是当前香港金融管理机构积极向中央政府游说的支持香港的金融建议之一。敏锐的香港金融界人士已经意识到人民币离岸市场可能带来的巨大商机。

目前,伦敦之所以成为全球最大的外汇交易中心,并不是因为英镑是世界上最为重要的储备货币,而是因为伦敦拥有全球最为活跃的美元交易市场(每天约4 620亿美元),伦敦的美元交易量较之美国本土还要高(日均2 360亿美元左右)。即使到今天,全球金融市场上使用的美元利率的指导性市场指标利率还是伦敦的离岸市场美元LIBOR利率(London Inter - Bank Offered Rate)。

当前,香港之于人民币,能否像伦敦之于美元,从人民币的离岸业务中获得发展的新机遇?

香港作为国际性的金融中心,具有自由兑换的货币、稳健而且高效率的金融体系、及时的信息流动、高效的金融监管。但是,在金融风暴之后,香港面临经济转型的难题,如何进一步发挥金融中心的地位,抓住中国经济腾飞带来的商机,一直是香港金融界思索的大课题。

开辟人民币离岸市场,看来是一个可能的答案。

人民币在香港流通对于香港究竟会产生哪些方面的影响,目前作出全面的预测还言之过早。但是,可以肯定的是,香港将可能成为人民币的离岸金融中心,而人民币的国际化程度会明显提高。

近年来,受到金融风暴的冲击,香港金融中心的国际化色彩在褪色。香港的跨境借贷规模一度超过美国,但在1997年金融风暴之后迅速下滑,目前仅仅与新加坡持平。香港市场上跨境负债业务占全球的

市场份额也在迅速下降，1995 年这一比率还是 8.5%，到 2001 年底就下滑为 2.4% 了。

香港作为外汇交易中心的地位也在下滑，根据国际清算银行刚刚发布的调查，从每天的外汇交易量排名，香港已经从 20 世纪 90 年代中期的全球第 5 名下滑为 2001 年的第 7 名；2001 年中，香港市场上的日均外汇交易量为 670 亿美元，较之 1998 年大幅下滑了 15%。

为了巩固香港的国际金融中心地位，香港有必要开辟新的金融产品市场，人民币的离岸市场则是其中最富有吸引力的设想。

五、人民币离岸业务的发展对于中国内地金融改革有积极意义

与其让人民币在境外的流通始终隐藏在迷雾中让人难以琢磨，还不如设法积极引导，为我所用。人民币的国际化既然是一个大的方向，中国能够从人民币的国际化中获得可观的铸币税收益，可以扩大中国在亚洲地区的经济政治影响，符合中国进一步对外开放的总体战略，那么，这就是一个值得探讨的方向。

实际上，如果遮遮掩掩地维持当前的人民币在香港流动的半地下格局，要准确掌握人民币在境外流通的规模几乎是不可能的，因为人民币在香港的流通基本上也是商业银行体系之外的，中央银行难以及时进行监控。

关于人民币的境外流通问题，我曾经与香港金管局总裁任志刚先生有过讨论。他认为，如果允许人民币在香港流通，监管当局可以获得的一个重要收益，就是将境外流通的人民币纳入银行体系，便于监管当局掌握人民币境外流动规模的变动，从而相应采取措施。

对于中国内地的金融改革来说，人民币离岸市场的积极意义还不止于此。

像伦敦的 LIBOR 利率一样，人民币离岸市场在香港的发展可以形成一个完全市场化的人民币利率指标。目前，中国的利率市场化推进已经有了长足的进展，但是，考虑到国内国有银行的承受能力，以及主要的借款者国有企业的承受能力，目前的利率市场化推进幅度还相当有限。但是，中国金融市场的发展又必须需要一个市场化基础上形成的利率指标来作为各项金融决策的参考，当前在国内积极发展债券市场无疑是一个可以考虑的选择，如果能够充分利用香港的市场条件，通过吸收境外流通的人民币，在香港形成一个市场化的利率指标，对于中国的人民币利率市场化和金融市场发展同样具有参考价值。

人民币离岸市场的发展也可以为中国内地的外汇市场调节提供参照。尽管中国在加入世贸之后并没有承诺放松资本项目的管制，但是随着金融服务业的发展，保持对于资本项目的管制对于经济、金融发展必然形成阻碍。同时，目前中国国内的外汇市场并不发达，也缺乏回避外汇风险的足够的金融工具，没有外汇市场的各种指标作为参考，中央银行的外汇政策调整必然缺乏足够的市场依据，人民币离岸市场的发展则可以提供一个参照。

人民币离岸市场在香港的发展能够带动中国与亚太地区经济的合作深度。中国政府正在倡议在亚洲推行区域性的自由贸易区架构，在自由贸易区的框架下，区内各国的经济联系会趋于紧密，如果人民币具有足够的国际化程度，那么，原来区内各国作为以美元计价的、向发达国家争夺出口市场的竞争对手，可以转化为以人民币计价的、向中国市场出口的更为紧密的经济联系。

六、人民币离岸业务可能带来的负面影响是可以控制的

历史地看，因为离岸市场往往是对于货币发行国的利率管制、资本项目管制的逃避，因此，其兴起自然会对利率管制和资本项目管制形成

冲击，往往其发展不受货币发行国的支持和欢迎。

不过，在中国香港开展离岸人民币业务，可能会得到中国政府的默许。

中国内地在利率市场化和资本项目市场化方面已经开始了积极的探索，人民币离岸市场在香港的兴起正好可以提供一个参照和缓冲。

中国内地监管当局还可能担心，人民币离岸市场的兴起是否会对境内的货币政策和人民币汇率形成冲击，例如，货币投机者可能会在香港人民币离岸市场上积累人民币头寸，进而在相关市场冲击人民币汇率。不过，这一担心是可以控制的，首先是能够开展这项业务的银行可以从大陆背景的银行、以及香港当地的银行中选取，香港金融监管当局必然也会加强对于相关金融机构吸收人民币业务活动的监管，以维护人民币汇率及其离岸市场的平稳。中国大陆的金融监管当局也可以直接参与到人民币离岸市场的运作和监管中来，香港金管局可以对离岸的人民币存款规定一个准备金比率，通过准备金以及相关的机制，中国内地的监管当局也可以掌握相关市场上的人民币供求状况。

另外，在人民币离岸市场的起步阶段，中国内地的监管当局也可以禁止或者限制香港市场上的人民币同业拆借，也可以禁止或者限制离岸人民币存款在同一金融机构在香港和内地分支机构之间的调拨使用，以便在起步阶段尽可能减少其可能带来的冲击。

如果说人民币的自由兑换在短期内还可以由政府的行为主导、由政府有意识地决定前进的速度和方向的话，那么，人民币的国际化，特别是人民币在境外的流动和离岸市场的兴起，则基本上是一个市场需求推动下的自发过程。

既然人民币的境外流通已经形成了巨大的现实需求，采取视而不见的“鸵鸟政策”显然是不明智的。此时中国内地金融监管当局可以做的，应当是顺应市场的发展趋势，发展有深度、能够随时吸收海外人民币流动的健康的金融市场，同时提供一个高效率的清算渠道和稳健的金融体系。

（2002 年 6 月 15 日于香港跑马地）

当今许多传媒关注张五常，往往并不仅仅因为他的知名经济学家身份，而是因为他的直率、狂傲。这个有着一头蓬乱卷曲白头发的老人，其经历也是传奇性的，天然地适合传媒的炒作。

学术研究的世故与天真

——评张五常《学术上的老人与海》[①]

以一个经济学家的身份而蜚声全球中文世界，当今恐怕只有首推张五常先生了。从中国内地的传媒看，张五常先生的影响在2001年也达到了一个空前的程度，其各种作品系列陆续在内地出版；张先生经常到国内大学讲座；其在《21世纪经济报道》连载的《经济解释》被他称为是要直逼当年马歇尔的《经济学原理》；在互联网上要搜索"张五常"三个字，可以搜索到的条目都在1 000条以上，即使与当权的政客、当红的影视明星相比也不遑多让，在我参与主持的"万科经济人俱乐部"、"北京大学中国经济研究中心学者家园"的网上论坛上，张五常先生始终是网上争论双方的一个心结。

因此，要评论张五常先生在香港《壹周刊》专栏《南风集》的第一组文章的结集《学术上的老人与海》，并不是一件容易的事情。如果一定要找一个线索和角度来把握，那么，我认为最为恰当的就是"学术研究的世故与天真"。

经济学研究对于神童并不是一个合适的园地，因为如果缺乏必要的历练、足够的领悟、世故的体验，一个经济学专业的学生并不容易成

① 《学术上的老人与海》，张五常著，社会科学文献出版社2001年8月出版。

为一名优秀的经济学家。张五常先生说,“好的文章10年一篇已经很不容易了”;而他第一次见到科斯的时候,则是战战兢兢地说读了科斯的《社会成本问题》这篇文章已经3年时间了。因为磨炼,因为体会,张先生在经济学的研究上变得老练世故,老练到能够在“琐碎的细节上要笔笔见血”。张五常先生在这本书中的表现是世故的,他说他之所以选择《学术上的老人与海》作为书名很恰当,是因为“自己日渐黄昏,对学术的看法比较成熟了”。

同时,张五常先生在这本书中的表现也是天真的。正如他所说,“你要像小孩子那样看世界,或学刘姥姥进大观园,尽可能天真地看”。以质朴如赤子之心来看待世界、来看待经济研究,就必然能够言人之所不能言、见人之所不能见。他以看透皇帝新衣般的坦率说,“就我所知的经济学来说,如果99%以上的文章从来没有出现过,人类的知识什么损失也没有”;对于繁复的经济分析,他说他“自私假设”和“需求定律”外,没有用过其他的招式。试问,世故的、故作高深的大学教授,敢这么承认吗?

孕育了张五常教授、孕育了张教授的经济散文、孕育了《学术上的老人与海》的香港无疑是一个历尽沧桑的、世故的城市,在这个被称为“经济城市”和“文化沙漠”的国际大都会中,几乎一切都是以金钱来衡量、来评判。人们关心股票和马经甚于关心其他一些严肃的、在其他的城市看起来有文化的活动,人们为了支付高额的住房款而辛勤劳作;在嘈杂、拥挤的香港街头,香港市民在世俗、踏实、自由自在地生活。

同时,对于经济学的研究者来说,香港又是一个天真可爱的城市,这也是诞生和培育张五常先生的土壤。在全球知名的华人经济学家中,香港的传媒具有一种格外可爱的魅力。香港的市民可能会厌烦故作高深的说教,但是,对于理性得有些枯燥的经济学分析、对于最新的经济金融理论的讨论,香港的一些知识分子传媒就舍得花大幅的版面来刊登,而香港的读者也竟然肯花大量的时间来阅读。其中《信报》上

林行止先生的经济评论专栏、《壹周刊》上张五常先生的经济散文专栏，也就成为香港中产阶级耳熟能详的思想大餐。我自己在香港一些传媒上写的几篇轻描淡写的经济理论短文，在内地可能更适合于刊登在大学的学报或者《经济学消息报》这样以“思想的探索者”自居的报刊上，但是，在香港的《信报》等报纸刊登后竟然也有多封令人一度沾沾自喜的读者来信。读者由此也可以想见，张五常先生收录在《学术上的老人与海》的文章，一度在香港的中产阶级中会引起多么大的波澜。

评论张五常先生的经济散文，特别是评论他的《学术上的老人与海》，不能不看看他的丰富而又卡通化的个性和阅历。人们常说“老而弥辣”，张五常教授的世故和老练使得他有超逾常人的自信，例如，即使是正式场合的演讲他也不会有多少准备（如1991年到瑞典对众多诺贝尔奖得主的演讲，1998年到美国任西部经济学会会长的演讲）。这样，当今许多传媒关注张五常，往往并不仅仅因为他的知名经济学家身份，而是因为他的直率、狂傲。这个有着一头蓬乱卷曲白头发的老人，其经历也是传奇性的，天然地适合传媒的炒作。比如他小时候常常逃学，两次被开除出校，中学都没毕业，可是他从进大学到成为正教授，仅仅花了9年时间。他的专业是经济学，但是，他和香港三位名摄影家一起出摄影集，还被上海中国画院封为画师。诺贝尔经济学奖获得者、与其亦师亦友的科斯称张五常是最为了解他思想真谛的人，甚至在科斯自己获得诺贝尔经济学奖的获奖演说中几次高度评价张五常。他被选为1997年至1998年度美国西部经济学会会长，这是第一次授予美国本土之外的经济学家的殊荣。据我在香港大学的朋友介绍，张五常先生讲课，从来不备课，也没有讲义，因此，1991年在香港大学一些学生所办的“最差教学奖”的评选中，张五常被选为“最劣的教师”。

张五常先生在学术研究上、在自己尊敬的学界大师面前，则简直是纯朴如孩童。据曾经师从张五常先生的一位朋友易宪容博士介绍，

1966年，张五常的博士论文刚完成一半，就获得芝加哥大学经济学系的通知，学校给了他一个博士后奖金。1967年秋天，张五常到芝加哥大学任职，并在开学后几天就到芝加哥大学法学院拜访了科斯。过去张五常与科斯素未谋面。他一到科斯的办公室就战战兢兢地自我介绍说："我是史蒂芬·阿尔钦的学生，曾经花过3年时间读你的《社会成本问题》。"然后，张五常才打量科斯，只见科斯头发斑白，戴着眼镜，正在桌子前阅读。科斯听了张五常那样说，好奇地抬起头来，问："我那篇文章是说什么呀？"张五常一时无言以对，不知从何说起，过了一阵子，勉强地答了一句："你那篇文章是说合约的局限条件。"科斯立即站起来，高兴地说："终于有人明白我了！"从此，张五常和科斯成了好朋友。

当然，张五常先生因为在校园内长期从事的是学术研究和教学活动，因而对于现实经济政策的建议，常常有政府决策者看来狂傲无物、难以执行的严重缺陷。例如，张五常先生在《给中国的10个经济建议》中提出的意见，读来也许畅快，如取消所有关税、取消所有外汇管制、容许所有外国货币在中国流通等，也许没有哪个政府官员、国家首脑敢冒险一试的。

对于学术研究的成就，张五常先生满怀沧桑地说，"以经济学而言，我认为一篇发表了50年的文章，若还有每年被引用20次的影响力，那就真是一尾巨鱼了"；"学术上梦寐以求的巨鱼，追寻了30多年，当初是幻想，今天仍在幻想，生命本来就是这样吧"。言辞之间充满了对于学问的天真好奇、对于学海无涯的叹惜和攀登到学问高处的孤寂感。这不由得使我想起目前依然在武汉孜孜以求以赤子之心钻研学术的我的导师、也是张五常先生的好朋友、明年就届90高龄的中国经济学界泰斗张培刚教授，张培刚教授1945年在哈佛大学的博士论文《农业与工业化》时至今日依然是研究经济发展理论被广泛引用的经典之作。按照张五常先生的标准应当是一条大鱼了，这也就难怪张五常先生与张培刚教授一见如故，张五常先生和张培刚教授先后互访并举办

了精彩的演讲，可惜的是没有机会恭逢其盛，不过可以相信的是，他们相互讨论的言辞，一定是浸润了世故与天真的妙语。

在香港工作学习多时，住所与张五常先生任教的香港大学只有一条马路之隔，浸润了张五常先生的世故与天真的《学术上的老人与海》以及他的其他一系列大作，常常让我在香港的夜晚抚卷沉思，有鉴于此，也就以管窥豹，作此谬评。

THE

大陆

我希望找到一个只有一只手的经济学家。
为什么？因为经济学家在提出经济建议
时常说："一方面（On one hand，
英文字面意义为'在一只手上'）……另
一方面（on the other，
英文字面意义为'在另一只手上'）……"
——杜鲁门总统曾"恨恨地"说

作为一个同时喜欢喝茶和上网的人，新经济再发达，网络技术效率再高，也不能用电子邮件把杭州的龙井茶叶发到北京。因此，在这个意义上说，新经济的发展空间，将取决于其对旧经济的融合程度、改造程度，取决于旧经济的运行为新经济的发展提供了哪些生长的空间。

新经济是从旧经济土壤中成长起来的花朵

以信息技术和全球化为主要推动力的新经济不断地在全球范围内创造着奇迹，中国的网络经济在对新经济奇迹的向往中、在尽快摆脱旧经济的热望中蹒跚向前。

但是，NASDAQ 的大幅震荡和调整，中国网络发展进程中的重重阻力，促使一度被欧风美雨吹得晕晕乎乎的我们，重新站在中国经济的现实土壤上反思。

无论是从全球还是从中国的现实看，我们必须承认：新经济是从旧经济的土壤中成长起来的花朵，它目前还含苞欲放，可能花朵非常姣妍，可能还会结出丰硕的果实，但是，这一切实际上在很大程度上取决于旧经济的土壤是否肥沃，花朵成长的气候是否适宜。

我们发现，当前中国网络经济发展进程中的一切问题，都可以在旧经济的土壤中找到原因。

我们认为，对于中国网络经济下一阶段的发展，网下的功夫比网上的功夫更为重要。

中国一些新经济的种子已经在旧经济的土壤中发芽，我们需要为它们施肥、除草、松土。

中国还有一些新经济的种子在烧掉大量内资和外资后，在基本上是对美国模式的模仿下已经冒出了嫩叶，它们要继续在中国的经济中成长的话，我们应当把它们栽培到中国的土壤中来。

徘徊在中国网络经济发展的十字路口，我们尤其要强调，离开了旧经济土壤的新经济不可能茁壮成长；不对旧经济进行大规模的调整，新经济就失去了肥沃的土壤。

一、脱离旧经济的新经济必然要经历残酷的淘汰

在全球网络股大跌的调整浪潮中，各种对于网络经济发展的预测纷纷出笼。我们承认其中有不少过于悲观的论调，但是，这毕竟给了我们一个反思的机会。

美国是新经济的发源地，但是，其新经济与旧经济的融合仍然只是刚刚开始，新经济过分脱离旧经济的结果，必然是大量头顶新经济高帽的大多数公司的消失和少数积极融合旧经济的公司的兴旺。2000 年 4 月份，美国著名的在线小企业门户网站 StrategyWeek. com 发布预测报告称，到 2005 年，电子商务网站的数量将只有今天数量的 20%，其余 80% 的网站都将倒闭。

中国的情况同样如此。按照 CNNIC 的统计，到 1999 年底，在 CN 域名下的“. com”公司已经近 40 000 家，在网络淘金热的狂潮中，这一数字还在不停地被实时刷新，在这些大大小小、多如牛毛的网站中，现阶段能够存活下来的不会超过 2 000 家。

在网络发展早期的喧嚣过后，新经济不再是一顶漂亮的帽子，谁都可以拿来加冕和四处招摇；新经济不再是以虚拟的名义飘浮在半空的风筝。新经济要站到旧经济的大地上来，把自己的企业贴上“e”标签越来越不重要，中国网络经济下一步的发展，将是回归到旧经济的体系中寻找降低交易成本、寻求赚钱的机会了。在这个过程中，市场竞争将

出现再次洗牌的局面。

二、新经济要在对旧经济的融合与碰撞中寻求生长空间

作为一个同时喜欢喝茶和上网的人，我坚信，新经济再发达，网络技术的效率再高，也不能用电子邮件把杭州的龙井茶叶发到北京。因此，在这个意义上说，新经济的发展空间，将取决于其对旧经济的融合程度、改造程度，取决于旧经济的运行为新经济的发展提供了哪些生长的空间。

这就是说，新经济的发展，不是对于旧经济的全面取代。新经济只是提供了一种降低成本、扩大市场规模的可能，网络产业只有与现有产业和传统产业有机结合，整个社会的效率才能够提高。这是一个把蛋糕做大的过程，新经济的因素不断融合到传统的经济运行中。龙井茶和电子网络的融合，使我能够方便地运用网络寻找我喜欢的茶叶品种，并在尽可能短的时间内享受到龙井茶的芳香，网络减少了我的搜寻成本，缩短了我等待的时间，也可以使杭州的茶叶生产者方便地了解消费者的更为细微的、个性化的偏好。没有这种有机地融合，新经济只能是空中楼阁。

因此，中国网络经济的发展正处于这样一个十字路口，一个方向将我们指向概念的炒作，事实已经表明这只能是死路一条；另外一个越来越清晰的方向，就是推动传统经济网络化，推动新经济到旧经济的运行中寻找发展空间。这种融合的进程，将决定中国互联网乃至整个经济发展的未来走向。

在这个进程中，新经济与旧经济的不断融合，不断改变传统产业组织方式和产业技术，提高社会资源的配置效率。这让我们回想起上一次由铁路网带动的产业革命。铁路网的形成，扩大了传统农业的市场和生产的效率，市场的扩大和竞争的加剧促使传统农业不断运用新技

术、开拓新市场，传统农业发生了变化，但农业还是农业，不是不需要粮食了。互联网的发展同样如此。

从新经济和旧经济融合的角度，我们可以重新审视前段时期对“上海梅林”是否算作网络股的争论。我们不必为“上海梅林”的股价涨跌影响我们的判断，那是市场投资者的事情；但是，传统的企业通过互联网提高资源的配送效率，直接把厂商与消费者联系起来，这符合我们所说的新旧经济融合的趋势，是一种值得肯定的探索。

在中国新经济下一阶段的发展中，哪些企业会脱颖而出？目前看来，就是那些能够成功实现新旧经济融合的企业，简而言之，就是“鼠标＋水泥”的模式，单一的鼠标和水泥都是行不通的。Garner Group 的数据显示，到 2005 年，在最适合互联网发展的信息服务业，纯网络的比重也只有 10% 左右，混合模式将超过 50%，而传统模式仍占 40% 左右。在制造行业，传统模式的比重将仍占 70% 以上，纯网络的模式不到 5%。

三、改造旧经济，为新经济在中国的发展培育肥沃的土壤和适宜的气候

在全球新经济发展的浪潮中，美国是市场的领导者，我们则成为市场的跟随者，新经济在中国的发展，必然明显地带有“植入”的色彩。

但是，既然我们承认新经济应当是从旧经济的土壤中成长起来的花朵，既然我们坚信新经济与旧经济的融合是下一阶段的发展方向，那么，在这种植入色彩浓厚的中国新经济不断融入中国旧经济的特定土壤时，我们就必须要思考，我们的旧经济的土壤必须进行大规模的改造和调整。

这种对于旧经济土壤的改造和调整应当适应全球新经济发展的内在要求，应当是中国已有的市场化改革的不断推进。我们认为，这主要

包括：市场化竞争环境的形成和企业改革的深化；政府职能的清晰界定；为新经济提供资金支持的金融体系的全面改革；法律环境和信用环境的不断改善；分配制度的完善和人力资本投资效率的提高；网络公司对传统管理能力的全面学习，等等。

从当前中国新经济发展面临的困难和新旧经济融合的进程看，旧经济体系中的许多因素已经越来越成为制约中国新经济成长的瓶颈。不对这些旧经济中的制约环节进行彻底的改革，中国的新经济就必然缺乏增长的空间，中国新旧经济的融合进程就必然受阻。

对于当前中国网络的发展来说，我们在网络之外下的功夫应当比网络本身下的功夫要多。这就是我们为新经济改良旧经济土壤的最为关键性的一个环节。

事实上，美国经济界许多人士也从美国新经济的发展中看到了这一点。美国财政部长劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）就指出，旧经济下的传统美德是延续美国新经济繁荣的基石。他认为主要传统美德包括：财务纪律、人力资本的投入和开放的市场。反观中国新经济发展的土壤，这三个方面的养分确实是十分缺乏的。

（一）政府应当为新经济的发展和旧经济的改造做些什么？

网络的发展所要求的信用环境、法制环境只能靠政府来提供；网络发展的一些基础设施需要政府来建设。对于中国来说，市场化的改革需要由政府来推进。政府在新经济的发展、旧经济的改造中担负着十分关键性的任务。

但是，不能不指出的是，在这个过程中，存在着政府“看得见的手”伸得过长、政府失灵、政府的不当管制扭曲市场机制等等危险。在中国的市场机制发育并不完善的环境下，这种危险尤其值得我们强调。

当前，许多国家都很羡慕作为全球计算机、软件和互联网工业中心的美国硅谷。一些国家已经决定使用补贴办法来鼓励他们自己的高技术园区的发展。然而，最近，诺贝尔经济学奖获得者、芝加哥大学教授加利·贝克撰文表示，像“德国和其他国家官僚温室中的培育方法，永

远不可能再产生硅谷那样巨大的自发形成的高技术园区。”他认为，工业园区需要的是一个宽松的经济环境，而不是政府的产业政策。充满活力的硅谷之所以能够腾飞，主要由于它在吸引高素质劳动力和风险资本方面的优势已经随着整个地区的发展而成倍增长；大量的后备工程师、科学家和软件专家可供新老公司择用；很多有才干的人聚集到这里。美国对于开办新公司、筹集私人资本或公众投资的障碍相对来说很少。他认为，采用补贴办法保障新建公司的“安全”，只是投官僚所好，而并非取决于市场的真正需求。在美国硅谷发展的过程中，政府几乎没有给予任何帮助。事实上，美国政府曾经试图向硅谷的发展伸出自己的“看得见的手”，但是却取得了相反的效果，如1986年的《美国半导体协议》对从日本进口半导体施加了“反倾销限制”，结果使美国企业放慢了对软件和其他高附加值产品和服务的升级。

因此，在网络经济这种高度市场化的经济形式面前，政府必须清晰地界定自身的职能，即重点在于培育竞争性的、健康的市场环境，加强基础设施建设，建立有效的法制环境和信用环境，等等。

（二）推进中国的市场化改革，形成竞争性的市场环境。

网络经济在美国的兴起，是美国市场竞争日趋激烈的自然发展。从中国的情况看，如果不形成一个激烈竞争的市场环境，不大力推进企业改革，企业参与网络发展的热情必然十分低下。许多地方政府为了推进本地的网络经济的发展，由政府斥资为企业建立网站，但是许多国有企业并不热衷参与，因为它们还没有真正感触到市场竞争的压力；或者说即使感受到竞争的压力，而在产权不清晰的条件下可以不对竞争压力作出反应。

在这一点上，我十分赞同搜狐公司总裁张朝阳博士的观点。他认为，中国传统企业进军互联网的动力还不够强，这主要是由于市场化程度不够，很多行业中还没有形成强有力的竞争，也就没有动机促使企业利用互联网来降低成本，参与市场竞争。只有形成了一个竞争的市场环境，企业在市场的压力下为了生存，才会主动积极地开拓网络业务。

（三）网络公司作为新经济的代表，必须要从旧经济的管理模式中汲取营养。

由于中国网络公司的起步阶段主要是由一些技术人员主持推动的，因而中国的网络公司在管理上存在严重的缺陷和不足。在新旧经济的融合过程中，网络公司必须要从旧经济长期积累形成的管理模式中汲取营养，而旧经济则必须要充分运用新经济的手段改造传统的管理方式。

事实上，网络公司管理能力薄弱制约新经济发展的问题已经引起了广泛的关注，一些由技术人员主持的网络公司开始引入传统经济中具有丰富经验的管理人才参与网络经济的建设。根据香港市场权威研究机构（Garner Group）于日前公布的对亚太地区电子商贸市场的分析结果，85% 的亚太电子商务企业将难以顺利跨越至 2003 年；导致这 85% 的企业失败之主因，是它们都欠缺完备的市场策略及业务管理。网络公司要在新经济气候中保持竞争力，所有企业必须要重整管理及组织架构，以及发展新的业务模式。

因此，在新经济的发展中，网络只为我们提供了一个新的平台，必须依靠很多的网下服务和市场操作才能成功。根据对美国网络公司的调查，在一个网络企业的成功条件中，网络技术因素只占 20%，80% 要靠创业者的管理能力、对市场的认识、对市场规律的把握以及成功的市场运作。

（四）建立开放的竞争性电信市场。

严格来说，建立开放的竞争性电信市场属于我们前述的政府职能定位和市场竞争环境问题，但是，由于电信市场的开放对于网络经济发展的极端重要性，我们必须将其着重进行强调。

目前，在国内的网络服务、应用方面许多好的设计思路，由于没有一个高效率骨干网的服务，使得网络连接、传输速度都相当缓慢。不要说跨国网络，就是国内许多有足够带宽的骨干网都没有建立起来，其中一个关键性原因，就是中国对于电信业的管制。可以说，没有一个开放的

竞争性电信市场，新经济的花朵就不可能在中国的土地上姹妍地绽放。

反观美国网络经济的兴起，我们可以将相当程度上的诱引归结为美国从1980年到1996年期间完全开放自身的电信市场，从而营造了一个公开、开放、竞争的电信市场环境，推动了美国骨干网的建设。目前，原来一直对于电信市场保持管制的一些亚洲国家已经越来越深刻地认识到这一点。韩国由于大力开放电信市场，把大量的资金引入到网络建设上来，因而韩国网络的发展在亚洲占据明显的领先地位，目前韩国的互联网用户已经突破1 000万，已经超过中国而接近日本。新加坡本来打算在2002年开放电信市场，现在在新经济发展的压力下提前了两年，目前任何外国公司都可以在新加坡经营电信方面的业务，新加坡新经济的发展在电信放开依赖也是有目共睹的。

（五）发挥中国的比较优势，提高中国的经济发展水平，为中国新经济的发展创造更为宽广的空间。

尽管我们承认经济发展有一定的后发优势，但是，我们也应当承认，由于旧经济毕竟是新经济成长的土壤，旧经济发展的规模、状况、趋势，直接决定了新经济的成长空间。

尽管中国的经济在改革开放以来取得了长足的发展，中国的总体发展水平依然十分低下。在新经济的浪潮中，中国必须坚持以市场化的原则，发挥中国人口众多、人力成本低下等比较优势，推动中国经济的发展，而不能人为地由政府推动一些没有比较优势的、与网络相关产业的发展。只有中国的经济发展水平提高了，中国新经济发展才会有更为广阔的空间。

中国经济发展水平低对于新经济的直接影响，主要表现为电脑普及水平低，网民数量相对较少。与美国的1亿和日本的6 000万网民相比，1999年底中国的网民仅有800万人，而且主要集中在大中城市，占中国人口绝大多数的广大乡村离信息时代还非常遥远。一台电脑相当于一个普通中国工人一年的工资，而仅相当于发达国家普通工人一个月的收入。因此，可以想像，计算机在中国走进平常百姓家还需要一

个过程。中国的信息产业也刚刚浮出水面。经初步估测：中国的电脑及信息产业仅占国民生产总值的5%左右，远未成为中国经济的主导。电子商务虽然在国内开始出现，主要集中在个别部门，使用范围和数量还十分有限，传统的交易方式还占据着主导地位。中国传统经济的发展依然是中国经济发展的一个不可忽视的主题。

在网络经济时代，试图对新经济的发展进行预测常常是愚蠢的，因为关于新经济的数据每天都在更新，我们认为，现在任何一位专家学者都根本无法预测二十年后网络经济的前景。但是，我们可以坚信的是，新经济是从旧经济的土壤中成长起来的花朵，我们如果是希望它顺利地在中国大地上绽放姣妍的花朵、结出丰硕果实的话，就必须推动新旧经济的融合，就必须对旧经济进行全面的改造。

一向以“稳健”为基调的货币政策，今年的表现确实相当积极，这无疑是对今年以来经济增长的一个有力的金融支持。在银行业内部风险控制增强的同时，商业银行2003年前两个月累计贷款增加4 517亿元，在一定程度上是经济复苏阶段企业贷款需求强烈的客观反映。

挥别“通货紧缩”的序幕已经拉开

三年多来，中国宏观经济界讨论最多的词汇，应当是“通货紧缩”；在对通货紧缩依然莫衷一是的争论中，从2003年开局以来令人惊喜的一系列宏观数据看，中国经济挥别通货紧缩的序幕已经拉开，内需主导的自主性增长正在带动新一轮经济增长周期的启动。

观察通货紧缩的走向，首先当然是看物价。中国经济的升温已经初步驱散了通货紧缩的严寒，我国物价连续下跌的势头终于得到遏制。进入2003年以来，居民消费物价就开始转负为正。与2002年同期相比，2003年前2个月，全国居民消费价格总水平平均上涨了0.3%。不过，也许从分类物价指数的变化情况看，现在就宣告治理通缩的胜利还有些为时过早。原因在于，今年推动物价温和上涨的主要因素为食品价格、娱乐教育文化用品及服务类价格和能源价格，而这些价格的上涨大多具有偶然性和随机性，但是，如果综合考察其他各项宏观指标，那么，我们至少可以断定，中国经济挥别通货紧缩的序幕已经拉开。

从支持2003年经济增长的主要影响因素看，可以说支持2002年我国经济增长的因素今年都还将存在，因而直观判断是今年国民经济的增长潜力不应当低于去年。不过，今年政府又将经济的增长目标定

为7%，明显低于去年水平。在政府谨慎的增长目标之下，中国经济2003年开局几个月的增长态势就显得尤为重要。

2003年初的宏观经济表现，确认了2002年经济增长不断向好的基本走势，工业生产出现了多年没有出现的高速增长态势，其中重工业的增长又明显快于轻工业，这通常是宏观经济步入复苏阶段的先导性指标之一。1～2月份，重工业生产比上年同期增长19.7%，而轻工业则增长14.4%。纵观2003年以来的高增长行业，除了受出口影响较大的纺织工业外，通讯设备、计算机及电子设备制造业、交通运输设备制造业、化学工业、电气机械及器材制造业、冶金工业等大都属于重化工业，在产业结构调整和经济复苏的过程中，这些行业也获得了充足的来自国内和国际市场需求的支持。

根据国家统计局的最新数据，今年头两个月，全国规模以上工业企业累计完成增加值5 209亿元，与去年同期相比，增长了17.5%。与历史数据相比，1995年我国GDP增长率高达10.5%，但是从前两个月的工业增长情况看，今年比1995年同期的水平还整整高出了4个百分点。今年经济启动速度之猛，由此可见一斑。

从三大需求看，固定资产投资无疑是推进经济快速增长的最强劲发动机。2003年1～2月，国有及其他经济类型固定资产投资增速高达32.8%，达到了1995年以来同期最高水平。即使按月度累计增长速度看，也为1995年以来次高水平，仅低于1995年3月的37.2%。根据我们的分析，2003年前两个月推动固定资产投资的主要是两个方面的因素：首先是外资的因素。全球不少发达国家正逐步退出一些传统的制造业，而中国在制造业方面的比较优势有力地吸引了这些产业向中国转移，这个产业结构转移和调整的过程正好成为推动投资增长的重要推动力，1～2月份，外商及台港澳商投资企业完成工业增加值增长20.7%，是增速最为快的企业部分。同时，美伊战争阴云及其导致的国际金融市场动荡也促使大量国际资本迅速转移到中国市场。1～2月，外商投资比去年同期增长了近五成。第二个重要影响因素，

就是快速增长的民间资本。尽管国家统计局还没有对外公布有关民间投资的数据，但是从有关经济指标的蛛丝马迹中可以完全感受到这一点。

与此同时，国内消费形势稳中趋好，也是经济加速好转的一个重要成因。前两个月，我国社会消费品零售总额与上年同期相比，增长了9.2%，增幅高出0.7个百分点。至2月份，我国社会消费品零售总额增长已经连续6个月在9%以上，标明我国居民消费已经回归到了历史正常的增长轨道。按国家统计局的解释，推动居民消费增长回升的主要因素是居民消费观念的转变，这包括：(1)过去，一般家庭很少光顾宾馆饭店，今年的餐饮营业收入却有了两位数的增长。(2)旅游休闲消费继续保持较快增长。今年春节"黄金周"期间，全国接待旅游者人次和实现旅游收入增幅均超过了一成。

2003年以来银行贷款的空前迅速的增长既是推动经济快速增长的动力，同时也可以在一定程度上成为反映经济复苏的一个参考指标。2月末，狭义货币M_1比上年同期增长18.8%，增长比上年同期高7.9个百分点。与此相呼应，银行信贷投放明显加快。2003年前两个月累计贷款增加4 517亿元，同比多增加3 645亿元，这远远超出近年来同期多增500亿~800亿元的水平。一向以"稳健"为基调的货币政策，2003年的表现确实相当积极，这无疑是对2003年以来经济增长的一个有力的金融支持。同时，考虑到银行业内部风险控制的增强，商业银行积极投放贷款，在一定程度上是经济复苏阶段企业贷款需求强烈的客观反映。2003年前两个月的贷款投放中以企业经营所需的短期贷款和中期的流动资金贷款增长最为明显，包括在中长期贷款之内的居民部分消费信贷增长也十分迅速。

与投资和消费乐观形势有所相同的是，2003年的外贸进出口是一个值得关注的因素，特别是2003年1月份我国出现了历史上罕见的贸易逆差。对此现象，通常的解释是由于我国在国际石油价格因美伊战争因素影响而大幅上升的时候进口了大量的石油，从而导致了进口费用的快速

增大。虽然我们可以无需担心这些逆差会形成大的问题，因为2月份我国已经再次实现了贸易顺差，总体贸易逆差已从上月的12.5亿美元下降到了2月的5.7亿美元，而且估计最快到3月份，总体贸易逆差就会消失。但是，总体贸易逆差能在连续几个月内都得以保持，这一现象本身已经足以让人去反思：WTO效应对我国外贸格局的影响是否开始显现？贸易顺差的减少甚至消失，是否会成为一种常态？

当然，即使考虑到外贸等不确定因素，那么，在外贸总规模较大的情况下，顺差或逆差如果只在小范围内变化，对整个经济的发展态势基本上不会构成显性影响。在亮点迭出的2003年以来的一系列宏观经济数据面前，我们基本可以作出一个结论：中国经济挥别通货紧缩的序幕已经拉开，新一轮经济增长周期在有力地展开。

这是“看不见的手”调节雪暴期间杂货店商品价格的一个小小的案例。在市场供求决定价格水平的市场机制面前，不考虑均衡价格的波动而慈悲为怀，往往不会获得预期的效果。

雪天杂货店调价与利率的市场化

雪天的杂货店与一向看起来十分复杂、甚至有点神秘的金融产品的利率的决定有什么关系？

在经济学看来，即使考虑到金融活动的外部性，杂货店商品价格的决定与作为资金价格的利率的决定并没有根本的区别。目前基本上很少见到对杂货店的商品价格进行行政管制的，也就是说，杂货店的商品价格的决定是充分市场化的。当前中国的利率改革的目标也是市场化，如果把以银行为代表的金融机构提供的各种金融产品类比于杂货店的各种商品的话，利率的市场化也就是金融机构对这些产品定价的市场化。

提及这两个看起来不相关的事情，是因为在我参与主持的万科经济人俱乐部上，贴出了一位学者提及的关于当前的利率市场化应当缓行的多个理由，大致可以归结为：(1)银行的贷款对象目前主要是国有企业；(2)银行本身治理结构不完善，有的银行不了解市场化的利率风险；(3)中国的市场分割比较严重；(4)利率水平的频繁变动会产生利率投机，进而危及宏观金融稳定；(5)如果利率市场化之后，一个基本倾向是存款利率可能上升，贷款利率可能下降，导致银行存贷款利差收窄，从而削弱传统银行业的利润基础；等等。

实际上，利率的市场化与杂货店的商品价格定价并没有什么根本

的区别，为了让我们的讨论更便于在比较中进行，先介绍美国经济学家詹姆斯经常提及的一个关于雪天杂货店的商品定价的案例，这个案例因为《读者》杂志的推荐而为许多读者所熟悉。

1967 年，一场大雪暴使得芝加哥市区的交通瘫痪，外面的生活必需品难以进入，当时还是大学学生的詹姆斯，住所附近有两家杂货店，一家叫做 Momand Pop 的杂货店，这家店以慈悲为怀，坚持在大雪天对商品不涨价，结果店中的商品很快被抢购一空，因为如此低的价格使其难以以高价向外界继续采购新的商品，这家店很快就关门大吉。另外一家杂货店则将所有商品的价格暂时提高到原来的两倍，同时这家杂货店的老板出高价请当地的孩子乘雪橇从外地运进本地市民需要的各种商品。涨价的杂货店因为能够支付较高的雇佣雪橇拉货的成本，在雪暴期间一直保证了对居民的基本供应，同时高的价格也自然促使居民根据新的价格状况合理调整自己的需求，将自己采购的物品控制在自己能够承担的、确实也是必需的范围内。

这就是“看不见的手”调节雪暴期间杂货店商品价格的一个小小的案例。在市场供求决定价格水平的市场机制面前，不考虑均衡价格的波动而慈悲为怀，往往不会获得预期的效果，维持低价的杂货店必然会面对居民的抢购，因为不能以低价格补充新的商品而在雪灾之中不得不关门，好心的低价杂货店没有赚到合理的利润，居民也因为杂货店的低价而没有调整自己的商品需求，同时在低价杂货店关门之后居民也就再也买不到所需的日用品了。倒是那位看起来发雪灾财的高价杂货店店主，始终维持了居民在雪灾期间的日用品的供应。

如果我们不希望把金融产品的定价和利率的市场化弄的过分复杂的话，用这个杂货店的案例就可以很好地说明所谓利率市场化应当缓行的许多理由其实并不成其为理由：

（1）利率市场化与国有企业。利率的管制维持了利率的较低水平，这个水平是偏离实际均衡水平的，由此必然导致对于贷款的过分需求，以及贷款需求者对于贷款的“抢购”。历史的原因，使得国有企业

具有体制的优势来获得大部分的低利率贷款，这一扶持国有企业的善意是可以理解的，但是，管制水平下的低利率必然会导致企业尽可能地争取贷款，此时一方面需要抑制储蓄的利率水平，这必然会降低居民的储蓄意愿，减少银行资金的来源渠道；另一方面，银行不能获得应得的补偿风险的利率水平，也难以有效判别贷款的风险状况，必然会在内部积累相当规模的不良资产，银行巨额不良资产的积累进一步会威胁到其进一步提供贷款的能力。偏离均衡水平的贷款利率也为银行寻租提供了条件。在国有企业之外，能够承担较高利率水平、具有较好经营效率的非国有企业则难以获得所需要的资金支持。

如果坚持这样管制下的低利率，坚持不调整对国有企业的父爱式的资金供应，就不能不排除会出现低价杂货店开不下去的状况。

（2）银行本身的治理结构问题和对于市场利率波动的不敏感不能成为推迟利率市场化的理由。中国加入世贸之后，银行之间的竞争程度也会逐渐加剧到类似杂货店之间的竞争程度。我们能够说，因为有的杂货店经营管理不善，而就需要对商品价格进行管制吗？那是杂货店内部的事情，需要促使杂货店自己加快改进。杂货店不能很好地把握市场价格的波动，那么杂货店要么是主动学习和适应，要么是被淘汰出局，因为最终那些能够适应市场价格波动的、治理结构良好的杂货店才会生存下来。

金融业的现实情况就是，已经具备良好的公司治理结构、熟悉利率波动风险的外资金融机构已经在中国的金融市场上跃跃欲试了。我们能够寄希望于对于价格的管制始终维持下去吗？

（3）中国的市场分割比较严重可能是一个现实，但是，反观中国的区域经济发展的现实，正是在放开价格管制的条件下，不同地区之间的商品价格的差异推动了大规模的跨地区商品流动，今天再看看不同地区的杂货店的主要日用品的价格，还有那么大的差价吗？如果能够维持市场的运行，即使是芝加哥的雪灾导致的暂时性的、实实在在的地区分割都可能被打破，因为行政区划而形成的市场分割还不能打破吗？

与商品的流动看，资金的流动更为简单、快捷、顺畅，覆盖全国的金融机构体系已经提供了高效率的渠道，市场是难以在地理上分割的，大型的金融机构在新疆的分支机构吸收的存款可以便捷地通过资金上存到总行、进而通过总行转移到贷款质量高的上海和浙江等地区，这个流动的过程较之全国范围内的商品流动方便得多。既然商品可以在市场机制的驱动下克服市场的分割，资金的流动就更没有理由不能克服这种地区的壁垒了。

（4）如果说利率水平的频繁变动会产生利率投机的话，那么所谓危及宏观金融稳定则可能是一句具有威胁性的推测了。当市场价格偏离均衡水平时，投机行为实际上发挥了弥补供求缺口的作用。高价杂货店的老板在雪灾期间抬高价格水平两倍、同时用高价从外界运进商品算不算投机？这种投机的客观作用恰恰是当时的芝加哥的居民所需要的。真正可怕的事情倒是，已经明显地出现了供求之间的缺口、出现了价格对于均衡水平的显著偏离，还坚持维持或者期望通过管制来维持商品的水平，最后的结果必然是杂货店的关门大吉。是让整个金融体系顺畅地运转下去、让资金配置到真正需要的企业手中重要（同时忍受不可避免的价格波动），还是为了维持价格的稳定（而无视实际供求缺口的持续扩大）重要？答案是不言自明的。

（5）有的学者预测说，如果利率市场化之后，一个基本倾向是存款利率可能上升，贷款利率可能下降，导致银行存贷款利差收窄，从而削弱传统银行业的利润基础。如果用杂货店的案例来进行一个类比，这个推断的意思无非是，如果放开了商品的价格管制，杂货店的老板可能要花高价钱进货了，卖出商品的时候要少赚一点了，那么，这是管制商品价格的理由吗？杂货店的老板自然会将进货的价格控制在自己能够承担的范围内，而卖出商品的价格也必然要以市场的需求和客户的要求为导向，杂货店的竞争激烈了，自然要提高效率，要少赚一点，但是这一方面在客观上促进了整个杂货店体系的运转效率，同时增进了消费者的福利，也诱导更多的生产者在更高的价格水平下积极提供更多的

商品，这有什么不合理的呢？

我们可以假定杂货店的商品正在经历从管制到放松管制的进程中，所有的杂货店老板在竞争的压力下并不太可能出现整齐划一的行动，而是逐步出现市场的细分，通过服务特定的客户群来维持适当的盈利水平，同时为特定的客户提供量身定做的更为优质的服务。有的可能追求商品的齐全，有的可能追求经营地点上更为靠近客户，有的转而经营一些专门性的高端商品。分工的深化最终提高的是整个市场的运行效率。

反观当前香港正在放松的利率管制进程，不同的银行并不一定是齐刷刷地提高利率来吸引储户、降低利率来吸引贷款户，一些大型的银行基于自身的市场信誉和网络优势还大幅降低了储蓄的利率，有的还对一些基本的服务加收额外的服务费；有的中小银行则通过较高的利率水平来弥补规模和网点的不足；一些网点较少、经营管理水平较高的外资银行则干脆定位在一些对于银行服务有独特需求的高端客户方面，如资产余额不少于100万美元的客户等。这样进行市场细分的结果，一方面是市场的总体运行效率提高了，客户得到的服务更好了，另外一方面，银行自身的盈利基础并不一定减少，那些真正善于开拓市场收费服务等的银行反而还提高了盈利的水平。

什么时候我们的金融机构能够像街边的杂货店一样，灵活地定价，优质地服务，那中国的金融体系就确实是大大地迈进一步了。

在广东一个不算发达的城市，繁华地段的网点通常装修比较豪华，人员配备也比较精干一点；偏远地段的网点，装修十分普通，人员数量和素质也不如繁华地段的好。但是，几个偏远的、比较破旧的网点，其吸收存款的效果明显好于一些繁华路段的网点。

银行网点要往哪里搬？

当今，不知道有多少银行分支机构为了吸收存款而大伤脑筋，前几年拉存款好像还是主要靠请客吃饭的，据说是“一天不喝酒，存款往下走”；现在银行的人才多了，竞争也激烈了，开始讲究网点布局之类的玩意，也就是将网点往繁华的地段搬，往热闹的地方搬，据说是“有点就有钱，点好钱就多”。许多银行在搬迁网点时，会安排人员到街头测算人员流量，计算一下房租和人员的成本，看看一个闹市的网点需要最少吸收多少存款才能“保本”。

不过，最近在广东出差，却了解到几则不同的实例：

在广东一个不算发达的城市，有的繁华地段的网点，吸收的存款无论从总量还是人均都不如一些偏远地段的网点。有趣的是，繁华地段的网点通常装修比较豪华，人员配备也比较精干一点；与此相比较的偏远地段的网点，装修也是十分普通，人员数量和素质也不如繁华地段的好，但是，就确实出现了几个偏远的、比较破旧的网点，其吸收存款效果明显好于几个繁华路段的网点。

仔细了解一下，发现主要的客观原因之一还是在停车场所上。繁华地段当然租金昂贵，寸土寸金，银行为了节省成本，通常不会留出很

大的停车场所，有的网点干脆就根本没有停车的场所；繁华地段的网点客流量大，附近的居民、中小商铺为方便起见通常在这些繁华地段的网点开户存款，因而客人来存款通常难免需要排队等候。

既然繁华地段的网点不能停车，而且还需要排队等候，于是，一些有车族就不愿意在这些繁华地段的网点存款，转向客流量并不大、有停车场的网点了。这些客户通常存款金额大，原本比较偏远、比较冷清一点的网点因为有了停车场吸引了这些大客户，存款量自然上升的很快。

另外一个实例是在广东一个经济发达、外来人口众多的城市。一家银行的管理人员看到这个城市的一个乡镇经济总量大、富裕人口多、客流量也不小，尽管面临压缩机构网点的压力，还是毅然决定在这个乡镇新设立一个网点，满以为可以就此客似云来，也为这个乡镇提供更好的金融服务，哪知道这个乡镇的客户很少到这个新设立的网点来存款；迷惑之中让银行员工惊喜的是，附近已经设立了网点的乡镇的一些大户倒是不避路途之遥，舍近求远，纷纷开车到这个乡镇的网点开户存款。

这两个乡镇的网点装修几乎是一样的，服务水平也基本没有什么上下之别，也许新开立的网点服务水平还因为比较生疏还要稍微差一点，可是附近乡镇的客人们偏偏就是来了。

这一次看来并不是因为停车场的问题，因为两个乡镇的网点都是有停车场的。再到附近乡镇的网点了解，原来甲乡镇的客户有不少跑到乙乡镇的网点来，而乙乡镇的客户则也有不少跑到甲乡镇来。

百思不得其解，设法委婉地询问一些客户，远道而来的客户说，不愿意在本乡镇的网点存款，因为怕让本乡镇的街坊邻居知道了自己的存款数量，怕在本地露富。

这些在不同乡镇之间奔波的乡镇企业家的担心在银行看来可能是杞人忧天，因为银行不是承诺为储户保密吗？如果他怀疑本地的银行网点可能泄漏他的存款数量，那么其实这种异地存款也未必能够起到保密作用，因为银行在这个地区目前基本实现通存通兑，在一个网点存款，在这个地区的另外一个网点通常可以查到存款的数量而且也可以

取款。但是，这确实反映了广东部分富裕地区的富裕人群的担忧：担忧自己的富裕被旁人知道了，担忧自己的财富未必能够得到很好地保护。

这两个案例看起来都很小，但是从广东回香港的路上却让我琢磨再三。

首先，对于存款这个简单得不能再简单的银行服务来说，不同客户已经提出了差别化服务的要求，有些客户的理由看起来可能不一定成立，但是这确是在实实在在地影响客户的存款行为，银行要做的，应当是主动识别、了解这些客户的要求，适应和服务于这些客户的要求。如果有车的大客户不愿意到繁华路段的、没有停车场而且拥挤的网点存款，你不能仅仅微笑着说，再等等，再等等。

银行为了满足这些客户的差别化服务要求，必然要投入相应的资源，当然银行取得的收益也不一样，于是银行就应当根据其提供的不同水准、资源投入状况也不同的服务，来相应确定不同的差别化服务的价格，这就是银行的服务定价权和确定收费的权力。

作为商业性的机构，银行如果不能自主根据市场定位、资源投入等确定不同的收费，那么，就不可能有动力、有资源为不同的客户提供差别化的服务；那么，就只好让那些不耐烦的有车的客户在没有停车场的繁华网点附近先耐心寻找停车的地方，然后耐心地排队等候吧。

目前这样一个关于银行服务收费的问题在经济界和金融界、网上和网下，据说讨论得不亦乐乎。其实，如果银行不能够对一些零散的、高成本的小客户的存款服务适当收费，实际上是将银行从大客户的业务中获得的部分收益用于补贴这些小客户了；银行将其从大客户获得的部分收益补贴了小客户，当然就难以投入更多的资源为大客户提供相应的差别化服务了。

如果这个时候，有外资银行进入，对小储户收取费用，对大客户提供差别化服务，那么，这些外资银行的大客户必然享受到更好的服务，那些不能收费的银行哪里还有资源去争夺盈利水平高的高端客户呢？

再进一步说，如果这些外资银行又强调说，他们对于储户的存款信

息是严格保密的，把大笔的财富存到这些外资银行那里是完全没有问题的，那么，那些受到严格管制的国有银行、那些存款大户还担心不能很好地保护其巨额财富的国有银行，除了拼命陪这些客户喝酒来挽留这些客户的存款之外，还能够做什么呢？

在进行金融投资时，投资者需要的是盈利良好的公司；这并不意味着他作为消费者时就应当忍受服务低下、成本高昂、缺乏选择、没有竞争的服务提供者，无论这种服务是银行，还是电信。

回到内地上市并不是电信市场垄断和电信服务高收费的借口

香港电信市场的竞争导致服务素质的迅速改善和价格的大幅降低，这无疑使我们这些在香港工作的内地人士获益匪浅，在香港电信垄断市场的时期，打回北京的电话费每分钟据说需要 9 港元以上，现在在特定的时段通过特定的电信公司，每分钟有时候只需 0.25 港元，比国内的网络电话收费还便宜，因此这段时间我给内地的朋友打电话、向在北京的太太请安的电话自然频繁了许多。

当我得意地向朋友介绍香港电信市场价格变动趋势时，被高收费折磨着的他们恨恨地、但是又有些期待地说，内地老是这样垄断的电信市场格局，看来要期待电信服务价格下降，一时半会是不太可能的了；但是据说中国移动、中国联通这些大型的垄断公司开始要设法回到国内上市，也要到国内市场圈钱了，作为投资者，好歹也能够买上这些公司的股票，分享一点付出高成本之后的有限收益了。

那么，只要这些垄断性的公司回来上市，消费者能够买到这些公司的股票，电信市场的垄断就无需打破了吗？

在我担任版主、参与主持的青鸟网经济人回望的论坛上，一位热心的网友在阅读了我的一篇关于中国企业海外上市的文章后，提出了这

样的疑问。他说，中国的一些大型企业海外上市，最明显的一个问题是投资者和消费者的分离。比如中国移动、中国联通等的服务在国内一直受到消费者的指责，信息产业部如果制定单向收费和完全以秒计费的方式，是完全会博得消费者的喜欢的。但是对香港投资者来说，除了作为利空消息推动股价下跌之外，没有任何好处，因为他们没有享受到作为消费者的实惠。同样，目前中国移动、中国联通的一些不合理做法却似乎博得了海外投资者的赞扬，因为这可以带来较高的利润。在这里，消费者和投资者的利益是相反的。如果是同一人群，那么作为投资者关于单向收费的怨言，可能会从消费者方面得到实惠得到弥补，反之也是如此。

事实果真是这样的吗？

从理论脉络上，在国内经济学界，北京大学中国经济研究中心的周其仁教授可以说最早提出中国一些大型垄断性公司的投资者和消费者分离的问题。他用此批评垄断的、缺乏竞争的国内通讯市场对于消费者选择的限制，后来，信息产业部的高层也认可了这个看法；他用此解释为什么当前消费者对于中国移动、中国联通等的抱怨比较多。

从表面看，二者指出了同样的问题，但是，深入分析看，二者的立足点完全不同。信息产业部的高层实际上是用这个现象来为电信市场的低素质服务和垄断的市场格局辩护。

对于公司来说，投资者和消费者都是需要认真处理和对待的市场主体，现代公司治理不再仅仅强调尊重股东（stockholder），还要尊重相关利益者（stakeholder），消费者就是相关利益者各种主体中的一种。不同的市场主体有不同的利益诉求。国际经验表明，在成熟的市场中，消费者满意度是衡量一个企业治理结构优劣的一个重要，成熟的投资者往往愿意为消费者满意度高的企业付出溢价。

从消费者的角度看，他希望获得的是在充分竞争市场上提供的高质量的、低成本的，而且在竞争推动下成本不断下降的服务，无论他是不是投资者，这一点是所有的消费者共同的目标。

从投资者角度，他期待的是通过承担适当的风险水平来获得收益，希望公司的盈利增长，股价上扬，并且以此标准来选择不同公司的股票。当电信公司能够带来合理水平的盈利时，他会选择电信公司；如果电信公司经营不善、电信泡沫破灭、垄断的特权消失时，他完全可以用脚投票。对于他来说，转而买一家经营良好的地产公司的股票，与购买电信公司的股票是一样的，股票不过是一种金融资产的表现形式而已，他当然也可以转而买一些债券，只要他认为风险收益水平恰当。

因此，在进行金融投资时，投资者需要的是盈利良好的公司。这并不意味着他作为消费者时就应当忍受服务低下、成本高昂、缺乏选择、没有竞争的服务提供者，无论这种服务是银行，还是电信。

如果中国移动的收费高昂、盈利增长快速，投资者当然应当买它的股票。其实，成熟的投资者还会判断这增长究竟是竞争力的体现还是行政性保护所导致，这种盈利是否可持续。

但是，作为消费者，如果有新的价格更低、服务更好的电信公司，他完全可以选用这家新的电信公司，同时持有增长快速的公司的股票，这是作为消费者的理性选择。

从总体上看，要使得投资者和消费者完全重合对等基本是不可能的，二者出现分离是必然的现象，不能借口二者的分离，就为电信服务的高价格和低素质寻求辩护的借口。当一个人进行投资时，他当然会抱怨不能购买垄断利润如此高的公司的股票，而需要为国企脱困服务；当他进行消费时，他抱怨的则是垄断的市场结构导致的低素质高价格服务，二者并不是一回事。即使这些垄断公司通过种种方式回到国内上市，部分原来不能购买其股票、却愿意购买的消费者可以购买其股票了，但是依然会有部分消费者不会购买其股票，这些不购买股票的消费者就不应当获得这些竞争性行业的消费者所应当得到的权益保护吗？

家族企业通常被视为是保守、低效率、内部纠纷纷呈的作坊式企业，不少研究者强调，家族式企业迟早要消失。但是，中国家族企业的发展之迅猛无疑是令人印象深刻。许多成功上市的家族企业，财富集聚的速度更为惊人。

为什么当前中国家族企业具有很强的生命力？

在关于企业组织形式的探讨中，家族企业通常被视为是保守、低效率、内部纠纷纷呈的作坊式企业，不少研究者强调，家族式企业迟早要消失。

但是，中国的家族企业的发展之迅猛无疑是令人印象深刻。在政府扶持和鼓励大型企业集团的背景下，家族企业依然保持了快速增长的势头。许多成功上市的家族企业，财富集聚的速度更为惊人。

中国台湾地区的市场发育较之中国大陆地区要稍快一些，因而观察中国台湾的家族企业变迁也可以作为中国大陆的家族企业演变的重要指标。据统计，在中国台湾地区的100家集团企业中，大部分都是由家族掌握控股权并对企业进行家族式经营。据台湾地区有关资料统计，在1987年的97家企业集团中，属于家族集团的有81家，占86.6%，非家族集团13家，占13.4%；家族集团中的核心人物属于一个家族者共56个集团，属于两个家族者有18个集团；家族集团的核心人物全由家长担任董事长和总经理的有23家。

那么，为什么会出现这种理论与现实的反差呢？

理论上说，在企业组织形式中，能够在特定的市场环境、文化环境下更好地整合资源、提高资源配置效率的组织形式，就应当是有效率

的。从现实情况看，基于不同的经济环境，家族式组织不一定是低效率的。在特定的情况下甚至比市场或科层更有效率和竞争力。或者说，脱离具体的经济环境讨论家族式企业的优劣是没有意义的。

显然，我们需要从现实的经济环境中寻找原因。

首先，家族企业的兴起是在中国经济体制剧烈变革、游戏规则不断变更的背景下产生的。在这个市场规则迅速调整的过程中，民营企业为了赢得市场竞争优势，不得不经常性地突破已有的政策限制，或者采取各种花样的变通做法。这种政策博弈现象的普遍存在，使得企业家必须严格控制内部高级管理人员对于企业的忠诚度，防止出现内部人告状，从而导致政府管制、关注的情况，这样的体制性环境决定了以家族忠诚为纽带的企业家族化经营是一种相对安全的选择。

其次，职业经理人阶层和信用环境的缺乏导致民营企业家不敢贸然选择外部经理人员的进入。基于中国特定的文化环境，企业所有者与职业经理人之间的信任关系难以在短期之内建立。民营企业的所有者在选择经理人员时的一个基本准则通常是，民营企业所选择的经理人员首先必须是可信的，如果首先就不可信，那么，经营管理能力越强，可能对于企业的所有者造成的损害也就越大。清晰、稳定的法制环境，透明的职业经理人评价体系，都是促使企业所有者和经理人之间建立信任关系的基础。但是，目前这些方面的环境都是缺乏的，企业的所有者在这种状况下只能转而选择家族之内的可信人员参与经营。从外部环境来说，中国民营企业摆脱家族制非常困难。事实上，正如一些家族企业经营者所指出的，中国不缺少企业家，不缺少想当老板的人，而是缺少愿意为老板诚心诚意服务的、有道德的职业经理人。这实际上是指出了现有的外部环境在迫使企业家只能从家族中寻找可靠代理人的现实问题。

第三，家族往往是家族式企业融资来源的最初渠道。中国当前特定的经济金融体制主要是对国有企业服务的，因而家族企业的融资渠道相对单一，通常是利用家族式的网络。创业时期企业的经营风险无

疑偏大，而家族资金的介入实际上承担了类似高科技发展中的创业风险投资资金的作用。根据调查，我国私营企业的开办资金最主要来自于本人原来的劳动或经营积累，占56.3%，亲友借款占16.3%。

第四，在一个迅速变动的环境中，家族企业的运作成本相对较低。家族的管理模式不仅有利于前期降低生产成本（如减少工资、引入家族网络的融资），而且从最初创业的意义上说，家族化经营的协调成本也相对较低，因为即使发生矛盾冲突，也可以通过内部协商，而避免由于引入第三方监督造成成本过高的情况发生。再加上有家族观念的约束，信任度一开始就能达到一定水平，所以过程中的监督成本也相对较低。由于决策者与管理者均为家族中人，信息的传递极为快捷，在遇到问题时，可及时处理，无须先请示汇报。由于是利益的共同体，不存在相互的猜疑和内耗，从而能提高效率。在企业资金困难时，家族人员还可以不计报酬地工作，在一定程度上缓解企业在资金上的压力。

第五，特定的中华民族注重家庭文化积淀将在相当程度上、在相当长时间内影响中国现实的企业组织形式的选择。中华文化以家庭为本位的传统，无论是在海外华人、中国台湾地区、香港地区，还是中国大陆地区都会在相当程度上保持而且继续发挥作用。这也许可以视为中国企业组织形式选择的一个“潜规则”。中国企业组织形式的演变，也必然是以中国的传统文化为基础，适当吸收外部企业文化为方向的。

我们在此所作的分析，更多的是从中国特定的经济环境来强调的，至于中外家族企业所共有的所有权与经营权的统一导致激励约束机制清晰等都是共同的，则不在我们的讨论之内。

因此，判断家族式企业作为一种企业形式是否合理和有效率，要基于特定的经济环境判断其是否是低成本的。大量的案例和理论研究表明：在经济体制环境剧烈变革、信用环境有待建立的条件下，适宜于创业的家族企业是有效率的。

当然，随着市场环境的逐步完善、以及家族式企业的不断扩张，家族式企业必然会要相应突破自身的界限，以家族资本去有效融合社会

的财务资本和外部的人力资本，这就涉及到家族企业在新环境下的社会化问题了。不过，即使在美国这样发达的市场经济中，家族企业的经营绩效同样是引人注目的。研究表明，如果能够较好地解决财富接班的问题，由家族控制公司的经营业绩要胜过非家族控制的竞争对手。而且，家族企业在全球经济中所起的作用远远超出一般人的想象。据家族公司研究所的调查，家族控制企业对美国新增岗位的贡献率达78%，其占美国雇员人数的60%，占美国国内生产总值的50%。在中国，这些比例更高。

因此，我们在此要呼吁的是，在判断家族式企业这种企业组织形式的优劣和效率时，要基于特定的经济、文化环境和其内在的演进逻辑，而不能简单地作出肯定或者否定的回答。

传统的经济发展理论强调，资本缺口和外汇缺口制约了发展中国家的增长。但是，在全球化条件下，这都可以通过引进外资、动员国内储蓄等得到有效弥补。而人才的短缺，优秀人才的流失，却已经成为威胁发展中国家在新经济时代缩小与发达国家差距的致命因素之一。

人才为什么外流：经济学的解释

在网络经济时代，人才成为决定经济增长潜力和市场竞争力的关键资源。毫不夸张地说，在新的市场环境下，哪个国家、哪个企业能够吸引优秀的人才，那个国家、那个企业就能够在市场竞争中赢得主动。一个杨致远，就能够在网络时代缔造一个高速增长的雅虎；一个微软公司，就是通过吸引全球一流的电脑人才来推动其快速的成长。美国的新经济，在全球化和网络经济两个轮子推动下持续增长，相当程度上是依靠其雄厚的人才实力，而这些人才中有许多是从发展中国家吸引过去的。

在传统的经济理论中，发展中国家资本的短缺成为影响其经济增长的重要因素之一，经济发展理论就强调资本缺口和外汇缺口制约了发展中国家的增长。但是，在全球化的条件下，资本缺口和外汇缺口通过引进外资、动员国内储蓄等可以得到有效弥补。但是，人才的短缺，优秀人才的流失，却已经成为威胁发展中国家在新经济时代缩小与发达国家差距的致命因素之一。

一、人力资本的外逃:发展中国家和地区面临的全球性问题

一般来说,发展中国家和地区的平均教育程度比较低,人才比较缺乏,因而人才的总体流动方向,在全球范围内来看,应当是从人才充足的发达国家,流向人才短缺的发展中国家。但是,现实的情况恰恰相反。据联合国开发署统计,发展中国家和地区专业人才以每年 10 万人的速度外流到发达国家,特别是美国;而美国引进的人才中,华裔人才占了三分之一。

这种人才从发展中国家和地区向发达国家的流动,就是人力资本的外逃。从全球范围内来看,这已经成为一种全球发展中国家和地区面临的共同问题。

首先看看俄罗斯。根据俄"大乌拉尔"协会发展计划经济委员会的统计,近十年内人才流失给俄罗斯造成巨大的经济损失,如果用美元来估算,数额高达 500 亿。前苏联解体后,俄科技界近四分之三的物理学家漂洋过海,另有一半多的数学家离开了自己的祖国。到海外谋生的俄罗斯科学家大都来自于科学院系统以及一些大的研究所。尽管目前俄对近年来流失的人才没有一个明确的统计数字,但是根据俄内务部护照发放部门的数据,每年大约有 6 000 名左右科学家移居国外。这种人才的流失,已经威胁到俄罗斯经济科技等方面的竞争力。

再看中国。据中国驻美使馆教育处、美国华盛顿中国问题研究中心、美国国际教育者协会资料,1978 年至 2000 年间,中国大陆赴海外留学的学生共有 30 多万人,其中至今未回国者约有 20 万人左右,回国率只有三分之一左右。另据资料显示,中国大陆仅在美国的本科以上的各类专业人才已达 45 万人。

即使是非洲,这种人力资本的外逃也不容忽视。根据联合国非洲经济委员会的统计。目前,非洲国家每年有 2 万名技术专业人士移民

到欧洲和美国。据统计，非洲国家于1985至1990年间流失了6万名科学家、医生、工程师和科技专家。例如，20世纪80年代在加纳受训的医生，有60%已移民外地。

面对这种越来越汹涌的人力资本外逃，发展中国家该怎么办？

一位非洲的经济学家清醒地认识到："我们目前有两个选择，一是坐视不理，然后看着我们越来越贫困；或采取实质的措施，制造一个非洲国家专业人士不想离开的环境。"

那么，究竟为什么会出现这种人才的逆向流动呢？从经济学的冷静分析中，我们或许可以寻求一些启迪。

二、人力资本同样要寻求既定风险水平下的收益最大化

人力资本同样是一种资本，人力资本的拥有者——人才在使用这种资本的时候同样会遵循资本投资的一般规律。从投资理论角度看，人力资本的流动，取决于人力资本在不同国家和地区的相对吸引力和投资者的财富总量。进一步看，人力资本在不同国家和地区的相对吸引力则主要由国内外资产的预期收益率和风险程度所决定。这就是说，所谓人力资本外逃，或者说人才流失，就是人力资本的持有者——人才将人力资本转移到国外寻求更高收益的行为，而这种决策遵循的是一定财富总量约束下的风险与收益之间的权衡。

从这个意义上说，发达国家在为人才提供高水平的待遇方面无疑占据主动的优势地位。这也正是为什么美国等发达国家在全球人才争夺中占据主动地位的原因。发展中国家和地区能够做的是什么呢？一方面是，提高人力资本的回报，缩小与发达国家的报酬的差距，当然，这种提高的程度受到经济发展程度的制约。另一方面，就是降低人力资本持有者的风险，为人才提供宽松的环境，创造更多的机会。

因此，所谓人力资本的外逃，在一定程度上是由于发展中国家对于

人力资本的回报较低而风险较高，形成人才流出的推力；而发达国家对于人力资本的回报高而风险相对较低，形成对发展中国家人才的拉力。正是在双重力量的作用下，形成发展中国家向发达国家的人才流动。

在研究发展中国家和地区的人才外流时，同样有一个引人深思的现象不能不让我们思考，这就是教育资源严重不足的发展中国家常常出现“过度教育”现象。由于许多发展中国家和地区经济缺乏活力，良好的工作机会十分有限，许多人才为了争取这些有限的机会，不得不努力提高自己的教育程度，本来一个大学本科生就能够绰绰有余地完成的工作，可能需要一个硕士或者博士的文凭才能够争取到。这种过度教育增大了人力资本的风险和成本，也是推动人才外流的重要推动力。

从具体的吸引人才的措施来看，作为亚洲四小龙之一的中国台湾省的经验值得借鉴。台湾从70年代起，为了吸引海外优秀专业人士回台建设，专门建立了一个机构。该机构不是一个实体，但功能就是在海外引智，最成功的例子是建立新竹高科技园区。20年内台湾从劳动密集型产业主导的所谓制鞋王、制衣王，在海外人才回流的支持下，一跃而成为世界上微电子产业的三强地区之一。目前，台湾留美学生回台率为95%，为什么大部分留学生学成之后愿意回台湾？这与台湾重视海外专业人士并对他们实行大开放的政策非常有关，使得他们在台湾能够获得丰厚的回报，同时也能够保持较高的自由度。

三、对于国外回国人才与国内人才使用上的差异和不对称性

随着一些发展中国家经济步入快速增长，一些国家出现了有趣的现象，一方面是政府运用优惠政策大力吸引流失到国外的人才；另一方面，国内的优秀人才则在较低的待遇下不断流向国外。

导致这种现象的原因不少，但是一个十分重要的原因是，这些发展

中国家在重视吸引流失到国外的人才并提供优厚待遇的同时，却忽视了改革国内的人才运用机制，使得国内的优秀人才与流失到国外的人才面临不同的待遇，或者说是待遇的不对称性。这种不对称性实际上形成了对国内人才的歧视性待遇。于是，一些国内的人才为了获得这种流失到国外的人才所享受的优厚待遇，也自然会选择流失到国外，在国外镀金之后重新回流。

因此，我们可以把人才外流分为两种类型：一种是所谓过渡性的外流，这些人才的流失是为了享受政府对流失境外人才的优惠待遇，其最终目的是回流。这种人才流失对于一个国家经济增长的影响并不明显。与此相对的所谓真实性的人力资本外逃，强调的是外逃资本的单向流出，主要是因某国政治经济发展前景和经济环境将发生不利的变化或是因经济环境突然恶化而导致的人力资本外逃，从而导致一国人力资本存量的大量减少和经济增长潜力的降低。

四、人力资本外流与宏观目标、微观目标之间的冲突

在人力资本流动的分析中，政府和人力资产的持有者——人才都是市场经济中的重要主体，二者都有着各自的目标。具体来说，政府的宏观目标无非是经济增长、充分就业，稳定物价、国际收支平衡、收入分配合理等，人力资产持有者追求的是在一定的财富规模下、特定风险水平下的收益最大化，或者是特定收益水平下的风险最小化。在许多情况下，政府和资产持有者的目标是基本上能够协调的，但是在许多特定状况下，二者可能会出现冲突。

因此，从经济理论上说，人力资本的持有者流失境外，可以看做是人力资产持有者对一种隐含的社会契约（Animplied Social Contract）的违背。这种隐含的“社会契约”是指政府和人才之间达成的一种默契。当政府的目标影响到人力资产持有者的目标并形成冲突时，人才就可

能选择违背隐含的社会契约。

五、人力资本的产权保护与资本外逃

同样值得关注的是，发展中国家的人力资本外逃到发达国家，有相当部分是为了得到比较好的产权保护。此时，发达国家和发展中国家在对于人力资本的产权保护制度上存在的差异，也是影响资本外逃方向与规模的一个十分重要的因素。

在产权经济学中，当产权没有得到很好地界定，或者没有得到很好地实施时，就会发生“公共地悲剧”，即公共产权总是会导致过高的消费和过低的投资。研究表明，发展中国家中的公共产权问题尤其严重，主要表现在人力资产持有者在发展中国家中的人力资本产权不能得到充分的尊重，由于缺乏健全的制度保护，还可能面临被偷窃或者其成果被部分剥夺的危险。正是由于发展中国家包括人力资本的产权在内的私人产权无法得到很好的保护，人力资本的持有者担心其资本的回报被其它利益集团所“挪用”，从而可能转移到国外某些私人产权保护程度相对较高的地方。

因此，发展中国家的人才外流，已经成为必须引起关注的重要问题。如果不能够很好地解决这个问题，发展中国家未来经济增长的前景就必然蒙上阴影。

六、尊重国外人才的自由选择

因为目前中国还没有一套真正完整、健全的海外学人回国管理办法，旅美的大多数中高级人才虽有报效祖国之志，但由于种种现实原因，还暂不能立即回国服务，他们宁愿多采取为国服务方式。

日前香港有近40万加籍华人和近10万美籍华人在工作，许多政府官员以及新成立的科委主任（田长霖）和大学校长等均是从北美招的。美国科学院和工程院华裔院士有十几位在香港工作，这批人对将来香港高科技工业与经济发展会起到直接推动作用。

比照上述情况，我认为国内首先应在全世界公开招聘人才，挑选优秀者，尤其在国外有多年工作经验者。第二，国内应尽早成立一个机构，统一直辖管理海外学人回国或为国服务。现中国政府主管海外的单位虽不少，但这些单位都没有决策权或统筹权；当前应该设立一个海外精英回国基金会，专门帮助海外人才回国服务；第三，对回国人员工作上要放手、放心，让他们挑大梁。国内有些单位，为吸引人才，招聘时口头上说得很好，实际上又是另一回事。第四，给回国者充分机会充电，允许他们再出国交流、深造。第五，允许回国者自由流动。国内单位在接受回国者时，可以先签定合同，合同期满后，回国者有权跳槽。第六，国内应考虑允许海外华人保持双重国籍。因为像这一批海外学人，在国外待了十几年，留双重国籍能解除他们的后顾之忧，使他们更能安心在服务。国内也可像50年代吸引海外华人一样，设立几个大的工程研究项目，请海外专业华人成批回去，搞上半年或一年，一个个工程、项目立起来，参与的海外华人也可再回到海外，因为这里的大部分学人，不可能一下把国外的东西丢掉，国内也不可能一下接受10多万海外精英。人才的回流需慢慢地、长期地进行。

鉴于过去大批中国海外专业人才被美国等西方国家吸纳使用，中国需要制定出长远、全面、有效的“请回人才”战略。据国家人事部透露，中国在吸引高层次留学人才回国工作的政策上有了新的规定，在高层次留学人才回国任职条件、工资津贴水平、科研经费资助以及住房、保险、探亲、家属就业、子女入学等方面，较过去都有较大突破。

按照新政策，海外高层次人才可聘任或委任其担任银行、保险、证

券等单位领导职务，以及国有企业、高等院校、科研院所技术领导职务或高级行政管理职务，可以担任司局级职务；可保留国外长期或永久居留权；符合任职条件者经一定时间任职并放弃长期或永久居留权，可担任单位法定代表人；家庭生活基础在国外的，其合法收入纳税后可兑换成外汇汇出境外，可享受出国探亲假。

那种具有独立判断、具有良好远见、善良动机和行动能力的独立董事，就像现代公司治理结构中的一幕童话：独立董事就像“夜莺”，董事长则是“皇帝”，“宰相”是首席执行官，那些阿谀奉承的朝臣自然是董事会的成员，“乐师”可能就是为董事会服务的审计或者说会计，“渔夫”、“宫廷膳房内的老妈子”自然是利益相关者。

独立、清醒“夜莺”的歌唱

——关于现代公司治理结构中独立董事职能的思考

一、董事会失灵与独立董事的引入

建立合理的公司治理结构，是保持一个公司良好的市场竞争力、提高公司市场价值的基础。在公司的治理结构中，董事会具有相当重要的作用。但是，在世界范围内，愈来愈多的研究报告揭示了董事会职能减弱的客观事实：一方面，基于专业分工的发展，公司不可逆转地朝着所有者与经营者相分离的方向演变，所有者的缺位又使得内部控制人问题突出；另一方面，资本多数表决制度也使得中小股东对参与公司经营管理望而止步，公司成为大股东斗法和牟利的工具，董事会在这种状况下往往难以代表全体股东，特别是中小股东的权力，这就形成所谓董事会失灵。

于是，经济界开始关注在董事会中引入独立董事。所谓独立董事，就是在其任职董事的公司中不同时担任管理职务的董事，而且其在经济上或者相关利益方面与公司及其经理层没有密切的关系。与执行董事不同，独立董事不受制于公司控股股东和公司管理层，他可以利用这一超然的地位考察、评估、监督公司管理层，从而制约控股股东，特别是大股东利用其控制地位做出对公司和普通中小投资者不利的行为。同时，积极的独立董事可以提高董事会的独立性和客观性，即带来外部的知识、经验和关系，使董事会能够独立客观地行使职权，促使知识的转移，并接触潜在的客户；可以提高透明度，使外部各方更容易了解决策流程，吸引优秀的合作伙伴和潜在的投资者；可以在一系列需要独立进行的重大决策（如审计委员会和薪酬委员会）上发挥重要作用。

当前，发挥独立董事在公司治理结构中的监督、评估与平衡作用已被现在企业确立为一个良好公司治理结构的基本原则之一。在许多欧美国家，独立董事的影响在不断扩大。据调查，目前各国独立董事在董事会中的比例，美国为62%，英国为34%，法国29%，而在美国公司1 000强中，董事会的平均规模为11人，其中独立董事就达到9人，执行董事只有2人。

当前，我国对境内企业到境外上市在董事会人员结构方面有特定的要求（外部董事应占1/2以上，并有2名以上独立董事），并对独立董事的任职资格和职权范围作了规定，但对在国内A股上市的公司董事会人员构成并没有做出明确规定。不过，随着经济界对于公司治理结构认识的深入，沪、深两地交易所的《股票上市规则》中，增加了董事声明及承诺内容；上市公司，特别是科技类公司（如上海贝岭等）也逐渐把增加独立董事作为完善治理结构的重要手段。作为一种积极的探索，目前我国深沪交易所的多家上市公司也聘请了外部董事，如白云山、创智科技和小天鹅等。小天鹅公司12名董事中有一半是独立董事，而且公司章程规定董事会讨论重大决策时，实行3票否决制。而近期发生的兰州黄河股份有限公司董事长与兼任总经理的董事的权力之

争，则在一定程度上暴露出我国独立董事制度上存在的一些缺陷。

二、独立董事：董事会中的“夜莺”

正是基于对董事会失灵的认识，国际经济界对于在董事会中引入独立董事持非常积极的态度。那么，独立董事究竟应当担当什么样的具体责任？

国际知名的公司治理结构专家孟克斯先生在新作《皇帝的夜莺——公司完整性的回归》中，以一种寓言式的笔法，阐述了公司治理结构理论以及独立董事的重要性。安徒生的《皇帝的夜莺》被孟克斯改写之后，已不再是轻松烂漫的童话了，而成为我们分析和把握董事会效率以及独立董事功能的重要指导。这则被孟克斯先生改写的童话显然是另一则“童话”，一个在现代公司治理结构中讲述的童话：住在森林中的“夜莺”就是独立董事，那种具有独立判断、具有良好的远见、善良动机和行动能力的独立董事；“金制的夜莺”是被作为点缀的独立董事，真正的独立董事是可遇而不可求的。“皇帝”是董事长，“宰相”是首席执行官，那些阿谀奉承的朝臣自然就是董事会的成员了；“乐师”可能就是为董事会服务的审计员或者说会计；“渔夫”、“宫廷膳房内的老妈子”自然是利益相关者。童话对于公司治理结构的意义是董事会的成员都在董事会的范围内争夺自身的权力，都在逼迫甚至盼望董事长死去，惟有独立董事是例外，在“皇帝”弥留之际，“夜莺”飞至“皇帝”寝宫的窗棂，为“皇帝”歌唱，虽然唱的是“死亡之旅”，但是她的令人警醒的歌唱，她的独立、善良的行动，却能够挽救“皇帝”的生命，能够挽救董事会的效率和公司的前途。

不过，能够让独立董事这只“夜莺”的歌声发挥其神奇作用，无疑还需要具备许多条件。反观当前的现实，这只“夜莺”的歌唱在中国并

没有得到充分地重视。

三、皇帝有时候可能忽视甚至有意漠视不听夜莺的歌唱

独立董事之所以在中国证券市场上引起广泛的关注，是因为当前上市公司中治理结构效率低下、忽视中小投资者利益、董事会失灵的问题相当严重。当前，中国上市公司中相当部分是由国有企业改组而成的，在相当长一段时间里，国家还控制着主要的股权，国有股权的虚置已经使得上市公司内部人控制相当严重，国有股权的代表在缺乏有效制度约束的状况下，可能会运用国有控股权为局部团体牟取利益，从而损害国有股权和中小投资者的权益。

于是，经济界希望通过引入独立董事，通过发挥独立董事的监督作用来逐步改变这种状况。

但是，在国有产权虚置的状况下，国有股的代表常常是企业的主要经理人员，他们完全有可能运用手中的控股权来牟取局部的利益。在这种状况下，独立董事的"歌唱"可能是难以发挥作用的，因为独立董事的"歌唱"，常常被"皇帝"忽视甚至有意忽视，也有可能被"皇帝"操纵和欺骗。股权（其中主要是不能流通的国有股权）过度集中导致大股东事实上控制了董事会，在董事会的人员结构上表现为内部董事人数占绝对优势，其结果容易产生"内部人控制"现象，独立董事对公司治理的价值几乎没有贡献。这一现象与外部董事占多数的英美国家形成了强烈的反差。

1999 年 11 月 6 日，中国上市公司历史上发生了一件奇怪的事情：同一家上市公司，同一天时间，在不同的地方召开了两个董事会会议。一面是兰州黄河的董事长在兰州召集董事会会议，另一面是兰州黄河的副董事长兼总经理在北京召集另一个董事会会议。随后，公司大批董事辞职、违法事件曝光引得市场沸沸扬扬。事后，有人认为兰州黄河事件的根源之一是：非出资人董事过多致使董事会被操纵。我们认为，

与其说出资人董事(包括独立董事)无所作为,不如说非出资人董事本身就被有意虚设。因为在整个董事会的设置过程中,董事长控制了整个董事会结构的设置,当然也就包括独立董事的设置:兰州黄河的原7位非出资人董事中的多位基本就是由公司总经理推荐任命,最后公司董事会大换血,又似乎是由董事长说了算,这样任命董事的过程本事就显示出严重的董事会失灵和国有产权的虚置,独立董事的引入自然难以发挥积极的作用。

因此,在占据中国证券市场主导力量的国有控股上市公司中,如果不努力推进国有股权的流动,不积极改变上市公司中国有产权虚置的状况,即使引进了独立董事这样的"夜莺",依然难以改变董事会失灵的问题,因为此时"皇帝"可能同样没有足够的动机来认真听取独立董事这只"夜莺"的歌唱,甚至在一定程度上,独立董事往往会成为一种装饰而已。

四、夜莺有什么动机来清醒地歌唱

正如大家都认同的,独立董事对于建立现代公司治理结构具有十分重要的作用,选择独立董事的关键,是应当从与公司存在"无利害关系"(Disinterested)的人士中产生。但是,如何保证独立董事在公司里没有重大的经济利益、同样能够产生足够的监督管理层的积极性?换言之,如何能够保证夜莺有足够的动机来清醒地歌唱呢?

一般认为,独立董事发挥作用的动力来源于其维持自身的声誉努力,因为一旦独立董事在上市公司中表现出应有的独立和客观,无形中将极大地保护和提升他们的声誉,并拓展他们的未来市场,从而在一定程度上避免独立董事与执行董事之间的"合谋"。

但是,独立董事也是现实的经济人。在激励不足的情况下,与公司的经营、管理甚至利益相关甚小的独立外部董事可能会缺乏激情去发挥上述各项作用,特别是那些非股东外部董事。他们不像内部董事一

样作为经营班子成员可以获取公司经营的业绩报酬。因此，给予外部董事一定的董事费是必要的。但是，现代公司治理中对董事责任诉讼的增加，可能会促使独立董事进行成本与收益的权衡，如果他不愿因过失而承担法律责任，他就可能放弃独立董事的职位，放弃"歌唱"的权力——有时更多的是一种责任。

五、夜莺如何才能唱出让皇帝清醒的歌声

即使我们能够较好地解决独立董事的激励问题、选拔问题和独立性问题，我们依然面临一些难题，会影响到夜莺唱出清醒的歌声。

例如，独立董事一般具有相当的社会声望和地位，同时常常在其他公司担任高层管理的职务，因而经常不能保证有足够的精力顾及公司的实务。

其次，独立董事更多的是了解其他企业和部门的经验，但是他可能对担任独立董事的公司详细情况难以把握清楚。如果他深入了解公司，并通过各种渠道建立和加强与公司之间的密切关系，又可能导致他们在得出不偏不倚的看法时丧失最为关键的独立性。在这个问题上，独立董事面临两难的冲突。

第三，独立董事如何才能获得充足、及时、全面、准确的关于公司的信息？显然，经营管理层是董事会和独立董事获取信息的主要渠道，但是，经营管理层可能会在提供信息时有目的地误导、歪曲、掩盖和混淆真实的状况，也可能提供不全面的信息，这就必然影响到独立董事作出清醒的判断。

因此，独立董事制度对于改进董事会效率、保护中小投资者利益无疑有着十分积极的意义，但是，要使独立董事这只"夜莺"真正有效地、独立地唱出令人清醒的歌曲，还需要多个方面的配套改革。

美国信托业权威斯考特说过的一句名言："信托的应用范围可与人类的想像力相媲美。"2002年7月之后的中国信托业真让人有耳目一新的感觉。就在2002年7月，中国各地的个人信托产品一下子蜂拥而出。

中国信托业的独特优势在哪里？

在一向给人以饱经沧桑印象的中国信托业中，美国信托业权威斯考特说过的一句名言广为人知："信托的应用范围可与人类的想像力相媲美。"

根据中国人民银行的工作安排，2002年底，被业内人士视为"推倒重来"的第五次信托整顿即将顺利结束。因为《信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理办法》（简称"一法两规定"）的发布施行所带来的新的想像环境，不少新的信托产品带着新的想象风格强势推出，为历经整治而后生的信托业赢得阵阵掌声。

事实上，2002年7月之后的中国信托业真让人有耳目一新的感觉。就在2002年7月，中国各地的个人信托产品一下子蜂拥而出：上海的爱建信托、上海国投分别推出上海外环隧道、上海磁悬浮交通项目信托；北京国投推出北京商务中心土地开发项目资金信托；重庆国投推出教育信托；新疆的金新信托推出"乌鲁木齐客运出租汽车项目计划"；厦门国投为政府重大工程项目融资。

历史地看，新中国信托业的历史可以追溯到1979年。1979年10月中国银行成立信托咨询部，我国出现了第一家信托机构。同年中国国际信托投资公司的成立，意味着独立的信托公司正式登上中国的金

融舞台。此后，全国信托公司一度发展到一千多家，即使是在第五次清理整顿前的1998年底，全国具有法人资格的信托投资公司也有239家，总资产合计约6 000亿元。

在我国信托业20多年发展历程里，先后招来5次清理整顿，平均每4年就被清理整顿一次。相比较而言，1999年开始的第五次清理整顿是最严厉的一次，国务院决定通过此次清理整顿使信托业回归本业，要求信托投资公司真正从事受托理财的业务。业内人士将此次整顿形象地称为"推倒重来"。

根据监管机构第五次整顿的要求，在第五次清理整顿中完成重新登记的信托投资公司，是严格按照《信托法》、《信托投资公司管理办法》以及中国人民银行的相关要求，实现信托与证券分离，以"受人之托、代人理财"的信托业务为根本的、"新生"的信托投资公司。今后信托投资公司不再是以存贷为主业的"准"银行机构，更不是经营证券经纪业务的"准"证券机构，而是资本市场中发挥财产管理和中长期融资功能的一个重要的非银行金融机构。

按照中国人民银行的有关规定，全国批准保留的信托投资公司为六十家左右，原则每个省（直辖市）、自治区保留一至两家，到2002年6月份之前，已有二十余家信托投资公司完成了中国人民银行要求的重新登记工作。

当前信托业新发展的动力，首先来自于信托市场需求的日渐增长。我国财产管理市场的逐步形成将产生对信托的巨大需求。大量的财产拥有者，比如地方政府的预算外资金、中央和地方主管部门的专项资金、社会公益基金、社会保障资金、企业闲置财产、个人资产等，亟待金融中介来提供专业化的财产管理服务。尤其是当前我国城乡居民储蓄存款已达数万亿元，需要借助灵活多样的金融服务来实现财富的保值与增值。同时，我国企业经营体制和融资机制正在发生深刻变化，要求金融中介提供财产管理、资本运营和长期融资等金融服务，也将对信托功能产生大量需求。

其次，经过第五次整顿之后，中国新的信托业制度性框架建设已基本成形。早在中国信托业飞速膨胀起来的90年代初，业内呼吁加快制定信托管理法律条令的声音就颇为强烈。在总结中国信托业发展的种种问题时，许多专业人士也将其归咎于监管法律的滞后。在信托业的整顿中，一些信托业的业内人士甚至不无委屈："以前并没有规定信托公司应该做什么不应该做什么，转过头来都成了违规。"在经过了几年的整顿之后，在整顿之初确定的许多原则现在在新的信托投资公司管理办法中得以明确。

与其他金融机构相比，信托公司的比较优势也是明显的：

（1）独特的低破产风险的制度优势。只有信托公司可以以"信托合同"的形式受托管理资产，提供信托财产独立性所体现的"破产隔离"功能。

（2）独特的提供超市化金融服务的优势。在金融机构中只有信托公司可以为委托人提供包括贷款、拆放、投资等全面运用资金的理财服务。同时，信托公司可以利用信托功能介入诸如资产证券化、企业激励机制的实现，包MBO、员工持股计划、雇员福利计划（企业年金信托）。比如，资产证券化中信托公司天然地就具有SPV的功能，资产出让方完全不必另外再造一个SPV。实际上，《信托投资公司管理办法》规定，信托公司可以开展10项业务，其中主要业务有：资金信托、财产信托、投资基金、投资银行、信用证和资信调查；经营方式上有对外投资、贷款、出租、出售、同业拆放、融资租赁等；投资范围上可以是证券也可以是实业，能够真正实现组合投资和组合运用资产。因此，信托公司在经营范围上可以说是最有可能发展成为金融百货超市的金融机构。

（3）独特的全功能投资银行的业务优势。信托公司在投资银行业务方面除了股票承销外，其他包括国债、政策性银行债、企业债券的承销，企业重组和并购，公司理财，财务顾问等中介服务都可以开展，并且信托公司在从事投资银行业务时还可以与自身拥有的信托服务相结合，应该说还是具备一定的竞争优势。

(4)独特的对外投资优势。信托公司可以用自有资金对外投资。《信托投资公司管理办法》第25条规定,信托公司的自有资金可用于投资,具体的投向并无具体限制;而在银行、保险公司、证券公司和基金公司中,除保险公司可以对基金投资不超过15%外,其余都不允许对外投资。

(5)独特的对外开放平台和拓展业务的平台。首先,中国入世谈判时,对信托业开放的限制基本上没有涉及,可以说发挥信托想像力的空间相当大。目前,一些信托公司已经开始了引进外资的行动,天津北方是首家引进外资的信托公司。经过艰难的整合,北方国投与滨海信托经过合并、重组及股份制改造,引进了11%的外资股份,2002年6月8日天津北方信托公司重新挂牌。考虑到信托业广泛的业务范围和对于外资进入的宽松的限制,信托业很可能成为未来外资进入中国金融市场的一个重要的突破口。其次,信托业的经营范围广泛,许多经营管理状况良好的信托公司很有可能进一步拓展为金融控股公司。

我们为中国版本的管理层收购故事中的资本创造力而欣慰，也为故事中一些表述的含糊不清而感到不安。我们没有理由不关注接下来的情节，因为我们也认为，2003 年可能就是中国版本管理层收购开始的活跃年份。

管理层收购故事的“中国版本”

引言：管理层收购在中国上演不同版本的故事

管理层收购在当前中国资本市场上迅速崛起的势头，确实出于许多管理层和研究者的意料。在管理层极力推动上市公司并购的环境下，管理层收购在众多的并购方式中脱颖而出，其活跃程度引人关注，以至于有人说，2003 年，可能是中国管理层收购的元年。

管理层收购在西方成熟的市场上，并不能说是十分活跃的并购方式，整个并购的推动力和运作机制也并不复杂。有关的操作介绍虽然不能说是汗牛充栋，但在当前众多的探讨中也可以说是琳琅满目。管理层收购在中国市场上、在中国资本市场发展的这个阶段、在国有资产管理体制大改革正在酝酿之时如此活力四射，究竟与当前中国特定的资本市场土壤有哪些目前还不为人知的隐秘联系？

这些迥异于西方成熟市场的特色，既可能是推动管理层收购在中国市场风起云涌的关键因素，也是中国版本的管理层收购故事的关键情节。

中国证券市场作为新兴市场和转轨市场的明显特征，对于管理层

收购的整个运作过程形成了深远的影响，进而使得管理层收购在中国的市场环境下形成了独特的发展路径。从管理层收购的各个环节考察，无论是管理层收购的主要推动力，还是定价方式、融资渠道等等，与成熟的市场相比都存在相当显著的差异。在严格意义上我们甚至可以说，当前在分析和把握管理层收购的发展问题时，西方成熟市场的发展经验很少有值得中国当前市场借鉴的地方。

管理层收购对于国有企业改革的重大意义，是吸引关注目光的重要中国国情。近五年来，中国国有企业的改革陷入了上甘岭苦战中，国有企业频繁出现“昨日的精英企业家，今天的阶下囚”的悲剧。毕竟国有企业的企业家不能永久扮演“双面人”的角色，作为企业家不能合法地获得企业家应有的报酬和激励；作为官员却又必须对企业的经营盈亏负责。如何化解国有企业经理阶层的角色冲突？此外，“红顶企业”时代也已经到了纷纷登台谢幕的时候了，原先戴着国有企业或者集体企业帽子，而实质上具有私营企业色彩的那些企业，也必须对其错综复杂的资产形成过程中，政府、经理层和员工的贡献予以厘清，保障企业能在未来有一个健康发展的平台。否则类似四通、华晨这样的事件就会埋下伤害企业的内伤。

对于中国的国有企业，再做一次脱困战显然是屡败屡战的艺术，它迫切需要攻坚的创新，中共十六大报告中指出：“除极少数必须由国家独资经营的企业外，积极推行股份制，发展混合所有制经济，实行投资主体多元化。”

在这样的环境下，中国的资本市场、中国的国有企业改革选择了管理层收购。近年来，尽管对我国实施 MBO 出现了颇多的争议，但 MBO 仍然是值得予以关注的，搞活国有企业的种种努力不可谓不殚精竭虑，但始终奏效不彰，如果我们意识到，落实了中央—省—地市三级国有资产管理制度和出资人制度，如果意识到未来国资委很可能是国务院授权任命的非政府序列的法定机构，如果我们意识到国有企业领导人“59 岁现象”并非人的问题而是制度问题，那么将 2003 年称为 MBO 年

也许并不为过。

一、当前管理层收购在中国市场迅速兴起的主要推动力与成熟市场存在根本的差异

在成熟市场上，管理层收购的主要推动力是上市公司的“非市场化”，多元化集团对于部分边缘业务的剥离，以及公营部分的私有化，或者是反收购的一种手段，等等。从成熟市场的管理层收购的实践进展来看，MBO 在特定领域的推动力是不同的：

（1）收购上市公司，经理层收购上市公司可能出自基层经理人员的创业尝试，由对实际或预期敌意收购的防御，或公司希望摆脱公司上市制度的约束等多种动因造成的。

（2）收购集团的子公司或分支机构，此时管理者往往已拥有目标公司很大比例的股份，或掌握了不为卖方和外部竞争者所知晓的重要内幕消息，此外分拆后由经理层控制的企业与原母公司还保持一定的贸易联系，管理者寻求与母公司合作的愿望一般强于外部购买者。

（3）公营部门私有化的 MBO，这种 MBO 通常出现在将国有企业整体出售，将国有企业分解为多个部分，再分别卖出，原企业成为多个独立的私营企业，多种经营且业务庞杂的公众集团出售其边缘业务，继续保留其核心业务。

（4）对既存产权的明晰化，一些公司虽然已经有较为庞大的资本和资产，但人格化的所有者位缺或者模糊不清，例如实际为私人出资却利用了“红顶”企业名义的，靠政府出面从银行贷款起家的企业，等等。这种情况在转轨经济体中尤其严重，因此不得不借助 MBO 厘清公司产权占有的边界。

从发达国家的情况来看，MBO 多发生在成熟行业或人力资本因素突出的行业（例如高科技企业）。企业是否能够产生稳定的现金流是

MBO 成功与否的关键。而现金流量理论认为，与新兴产业急需扩张相比，成熟行业（或成熟企业）产生的现金流量较为稳定，这将增加企业的负债能力，从而有助于 MBO 中的债务融资。此外，稳定的现金流量同时也是管理人员进行人力投资所得回报的表现形式，因而在现金流稳定的成熟行业，管理人员有更大的激励收购和控制企业，避免其人力投资准租金的损失。而在人力资本发挥关键性角色的行业，经理层较之所有者阶层的优势使得 MBO 更容易施行。

但是，在当前中国的市场环境下，成熟市场上对于管理层收购的这些推动力基本上不存在，当前来看主要推动中国的公司进行管理层收购的动力来自于以下两个方面：

（一）从目前的情况看，管理层收购实际上成为确认企业家人力资本的一个变通形式。

有人说，中国有世界上最为昂贵的企业，企业运行的成本相当高，同时有世界上最为便宜的企业家。对于企业家经营能力的忽视，可以说是相当部分企业经营失败的重要原因，也是一些企业家“落马”的直接原因之一。管理层收购的出现，为改变这种状况提供了一种机遇。具体来说，国内管理层收购的形成背景，在民营企业和国有企业的推进逻辑是不同的。在民营企业和集体企业，其创业者及其团队一直希望能够逐步明晰产权，实现企业向真正的所有者“回归”，如粤美的、深方大。在国有企业，考虑到产业调整，国有资本退出竞争性行业的大背景下，鉴于一些国企领导人在企业长期发展中作出过巨大贡献，对于企业股权结构具有重大影响力的地方政府，考虑到管理层的历史贡献并保持企业的持续发展，在国退民进的调整中，通过管理层收购方式，把国有股权转让给管理层，如“宇通客车”、“鄂尔多斯”等。

（二）追逐流通股和非流通股之间的价格差异也是管理层收购的重要推动力之一。

在成熟市场上，管理层收购往往只是一种反收购或重组的特殊方式，并不具有普遍意义，特别是考虑到成熟股市并不存在流通股与非流

通股的分离，管理层收购通常会收购公司在外发行股份总额的90%以上并最终完成公司下市，以保证管理层和中介机构对公司的私有化。但是，在当前的中国市场上，流通股和非流通股之间的巨大价差实际上成为管理层收购的一个推动力量。反观当前管理层收购的具体案例，实际上管理层收购与公司发行在外的股票基本无关，多数公司并不想通过管理层收购下市。相对国际管理层收购的股权集中度，国内管理层在完成管理层收购后，仅保持上市公司对外发行股份的较少部分（根据对国内所发生的10余起管理层收购案例统计，管理层平均持股比例为25%），所以，国内管理层收购仅保持了管理层在股权上的相对多数和对公司的相对控制，而且主要是通过非流通股来实现这种控制。这种股权结构和收购方式为管理层套取股价差异可能带来的收益提供了客观的市场条件。

二、在当前市场环境下，管理层收购诸多环节存在特定的风险因素

简单地说，管理层收购中值得重点关注的就是三个方面的问题，首先是巨额的收购资金从哪里来；其次，是用什么价格来转让；第三，管理层完成收购之后用这个收购的公司来干什么，是实实在在地改进企业的经营，还是将其作为一个壳来圈钱？

具体来说，在中国的市场环境下，管理层收购的风险因素值得关注如下方面：

（一）行政因素的介入。

制约整个管理层收购的最为关键的因素往往不是“市场”，而是“市长”。行政因素的介入，使得有的环节（如定价）变得相当简单，而有的环节（如人员的安排）则相当复杂。实际上，由于中国特殊的股权结构使得管理层收购大多数都需要通过协议转让非流通股的方式来实

现，而目前非流通国有股须经行政审批方可进行转让。

（二）定价风险。

管理层收购涉及到管理层、大股东和中小股东，涉及到股权结构变动，内部人有可能利用内幕的信息等侵犯到中小股东的利益。一个典型的操作动作是，由于信息不对称，管理层将有可能先做亏公司，做小净资产，然后以相当低廉的价格实现收购的目的。如果地方政府不同意，则继续操纵利润扩大账面亏损直至上市公司被 ST、PT 后再以更低的价格收购。一旦 MBO 完成，高管人员再通过调账等方式使隐藏的利润合法地出现，从而实现年底大量现金分红以缓解管理层融资收购带来的巨大的财务压力。

在讨论具体的定价方法时，不同机构的分歧很大。实际上，在行政机构大规模介入的情况看，转让价格往往是少数领导行政决策的结果，或是内部高管员工与地方领导单边谈判的结果。要保证交易价格的合理性，应当是引入市场化竞争，破除管理层收购过程中的单边交易的局面，增加买方数量，将管理层或内部员工发起的投资公司作为收购公司股权的买方之一参与竞价拍卖。例如，东百集团的国有股通过竞拍，平均拍卖价为每股 3.69 元，远高于其当年的每股净资产 2.07 元，就连每股亏损 0.265 元的“天宇电气”的国有股拍卖价也达到了每股 3.12 元，高于其当年每股净资产 2.83 元。

（三）融资与分红风险。

管理层收购会动用大量资金，管理层收购以后就面临偿还资金的压力，在目前没有转让股权渠道的情况下，必然要通过分红来偿还这个压力，这样管理层有可能采取过度的大比例的分红，这对上市公司的持续经营是不利的。从年报中披露的情况看，高派现与管理层收购有着密不可分的联系。管理层有可能为了加速还债而加大分红力度，从而降低上市公司现金流量，加重企业的经营风险。

在目前的金融体制下，管理层收购从银行融资的可能性非常小。现有法律禁止企业拿股权或资产作为抵押向银行担保，再把融资资金

给个人，同时法律还禁止个人以股票作为质押向银行贷款收购股权。虽然目前已有些企业的管理层以股权作为质押向银行贷款，如2001年初，“粤美的”管理层通过设立美托公司受让上市公司1.07亿法人股而成为第一大股东，而当时美托注册资本仅1 000余万元，收购“粤美的”股权却需3亿多元，于是“粤美的”采取将所持上市公司股权向当地信用社进行质押贷款的方法。但是，这毕竟是一种变通的做法，存在一定的法律风险。这种融资结构也客观上形成了分红的压力。

（四）完成管理层收购之后的公司运作问题。

严格来说，管理层收购过程存在一种损害中小股东利益的内在动力。如通过关联交易将优质资产转移到私人公司，等等。应当说，管理者在所有者和经营者两权合一的情况下，反而更有可能做出不利于广大中小投资者的行为。在国有上市公司实施管理层收购之前，国家毕竟是大股东，对于重大决策更多的是一种企业行为，同时，可以得到政府相关部门的监督；而实施管理层收购之后，管理者成为企业的大股东，企业的命脉完全掌控在一个或几个人的手里，如果监管不力，大股东通过各种方式滥用股权侵吞中小股东的利益将更为便捷，而且所获的利益更为直接。同时，由于管理层收购时设立的职工持股公司一般进行了大量的融资，负债率非常高，上市公司新的母公司的财务压力是很大的，不排除高管人员利用关联交易等办法转移上市公司的利益至职工持股的母公司，以缓解其财务压力。由于职工发起的持股会或投资公司的法人代表一般为上市公司现有的高管人员，管理层收购完成后上市公司与新的大股东如何在高管人员上保持独立就成为了新的问题。近日，深圳有关部门的调查报告显示，有不少上市公司员工持股子公司，上市公司高管对其下属公司实施管理层收购之后，高管们很可能轻而易举地将上市公司中的优质资产转移到控股子公司中，从而达到资产和利益转移的目的。

（五）收购主体合法性在现有法律框架下的一些障碍。

法律框架上的障碍表现在许多方面，例如对于融资渠道的限制。

仅仅从收购主体的角度看，主要是公司法的对外投资限制。目前的管理层收购通常是由管理层注册成立一家新公司作为收购目标公司的主体，然后以新公司的资产作为抵押向银行贷款，以获得足够的资金来购买目标企业的股份，这个新的公司的资金来源大部分需要银行的贷款。这种壳公司也应当遵循《公司法》，而《公司法》要求对外累计投资额不得超过公司净资产 50% 的有关规定。从目前已发生的几个上市公司管理层收购的案例来看，就存在有些公司对外投资超过净资产 50% 的现象，这是和《公司法》规定相冲突的。另外，当前中国管理层收购案例中有不少采用了职工持股会的做法，例如四通，这是因为根据我国《公司法》的规定，有限责任公司的股东人数不能超过 50 人，采用职工持股会来代员工持股，可以避免与这条法律规定相冲突。但是，职工持股会的性质是社会团体法人，应当是非营利性机构，不能从事营利性活动，所以，职工持股会不能从事投资活动。与此形成对照的是，美国职工持股所采用的 ESOP 一个基金性质的信托法人，根据相关的法律规定是可以代表员工持股的。

三、当前中国市场上管理层收购行为与成熟市场相比存在多方面的差异

如果进一步比较管理层收购在国际市场和中国市场的运作机制，就可以发现还有更多的地方存在差异：

（一）非流通股的存在。

以美国为例，因为美国的证券市场上基本没有流通股与非流通股之间的巨额价差，因而美国公司在实施管理层收购时的运作方式对于全体股东都是透明的。但我国上市公司有大量的股份不能流通，而且流通股和非流通股之间存在较大的价差，如果管理层收购的对象是非流通股，不仅整个定价的过程会缺乏必要的透明度，而且也使流通股和

非流通股之间的利益平衡存在相当大的难度。

与此相伴随的问题是，成熟市场上的管理层收购完成之后，往往以第二次公开发行为其退出机制，这样具有较强的灵活性。但是，在当前中国市场上的管理层收购中，管理者所得的通常是法人股，目前来看不能上市流通，不能变现，只能通过红利获得收益。

（二）交易主体问题。

在成熟的市场经济条件下，管理层收购的谈判双方都是理性的市场经济主体，双方的交易可以市场化运作。但是，当前中国市场上实施的管理层收购方案基本上都是收购国家股或国有法人股，这类股份本身就存在所有者缺位、内部人控制等问题，在这个条件下进行交易，要保证交易的公平和公正并不是一个容易的问题。

（三）企业员工的参与问题。

在成熟的市场上，大规模的管理层收购往往要得到劳工组织的同意。另外，为了缓解管理层收购过程中管理层可能出现的与企业员工之间的矛盾，ESOP（员工持股计划）与 MBO 并行不悖。ESOP 使全体员工都有机会成为公司股东，从而削弱了 MBO 可能引发的矛盾。同时，劳工组织的投票权还保证了劳工在发生 MBO 或其他的购并后，有关权益可以得到保护。但这样的制度在我国也基本上是缺失的，我国传统的低工资制使公司权益中有大量员工劳动的价值凝结，实施管理层收购之后可能会使以前国有企业对劳工在医疗、失业、住房等方面的隐性承诺全部丧失。

与此相伴随的一个倾向是，实际上当前中国市场上的管理层收购还具有股权激励的特性。由于包括上市公司在内的国内企业激励机制的普遍缺失，企业内部管理层在策划管理层收购时，往往把管理层收购演绎成企业员工激励的一种形式，与之相对应的是管理层收购中，股东和企业常常配合公司奖励基金、股权折价转让、分期付款、延期付款等措施，最终把企业的管理层收购和股权激励机制融合在一起，使管理层收购带有一定的股权激励的性质。

（四）收购过程。

与成熟市场管理层收购充分市场化和透明化的运作方式相比，目前中国管理层收购基本上采用的是协议收购的方式，定价方式大多数参考的是净资产指标，股份通常是分多次转让的。例如，“粤美的”的第一大股东美的控股有限公司是分两次先后向美托投资有限公司转让了3 518.4万股和7 243.033 1 万股的法人股，这样主要是为了缓解融资的压力。受让方资金的主要来源是对收购之后股份公司的股权抵押贷款和先行分红。

四、聚焦管理层收购中最为敏感的定价问题

在实施 MBO 中，最为敏感的是收购定价问题。在西方国家，参与收购定价的主要是经理层、目标企业的所有者阶层和 MBO 中介机构三方。而在中国，MBO 的实施带有强烈的国有企业改制性质，因此参与收购定价的除了上述三方之外，还包括地方政府和企业职工这至关重要的两方。MBO 定价在中国很大程度上表现为对企业资产有直接控制力的地方政府和有强烈收购意愿的经理层之间的博弈。这就使得 MBO 的收购定价不得不考虑另外三个敏感话题：一是国有资产的保全，股权出让者的利益甚至是国家作为所有者的利益需要给予保护；二是企业职工利益的兼顾，实施 MBO 后对原企业职工的就业、福利等待遇如何处理直接影响着定价和 MBO 是否能够实施；三是企业经理层的历史贡献追认，由于购买股权者或增资者是对本企业做过贡献并且企业将长期依赖的管理层或员工骨干，无论是从情感上还是企业长期利益上都需要给予一定的优惠。在中国，MBO 的定价实际上是多方利益的平衡和妥协。

在发达经济体中，MBO 的定价高度市场化，并和企业长期发展战略相结合。

以美国为例，MBO 定价往往以每股市价作为双方讨价还价的第一个基准，8～10 倍市盈率被认为是一个公道的价格。此外还有一系列与定价相关的话题：(1)企业历史包袱的处理问题，必须在收购之前就如何出售不良资产、改进经营、加强会计约束、削减部分员工等作出一系列安排；(2)企业发展战略问题，必须在收购前就企业后续的发展能力和市场空间作更为详细和量化的讨论，并计划更有力地推动企业的增长。因此在美国，MBO 被作为发现和实现“价值被低估”公司的价值的金融技巧和激励机制，更多应用于业绩欠佳的中小企业。以香港为例，根据联交所颁布的《香港公司收购及合并守则》的有关规定：资产的重估需由独立及有专业资格的估值师或其他专家进行或确认，并清楚地说明估值所根据的基础。具体操作也都是采用西方国家通行的评估办法和较为成熟的财务模型，如市场价格法、账面价值法、市盈率法、净现金流量折现法(NPV 法)、经济增加值法(EVA 法)等，侧重于通过对企业的财务状况、盈利能力和发展潜力来评估资产的价值，再辅以公开竞价等方式，使交易价格的确定较为透明。

在中国，MBO 的定价不能不考虑如下更为错综复杂的因素。

(1) 净资产能否作为 MBO 主要的定价依据？

目前，较为流行的说法是，对于国有股权的转让或国有企业增资的定价与民营企业是有不同标准的。国有股权的转让或国有企业的增资价格一般不应低于每股净资产值，并且必须经过相应国有资产主管部门的批准，但根据政策法规可以享有优惠政策的除外。而对于私有股权转让或民营企业的增资定价则较为宽松，一般应依据股权转让双方或相关利益主体合意而定。

国内上市公司 MBO 主要根据账面价值法(净资产法)。按资产净值作为 MBO 的定价基础是否合理非常难以认定。从目前国内已实施的 MBO 案例看：上市公司股权转让低于净资产的屡见不鲜，“粤美的”、“深方大”、“佛塑股份”、“特变电工”的收购价格均低于每股净资产；“洞庭水殖”、“胜利股份”以每股净资产完成收购。而非上市公司

股权转让的价格更低。采用这种方法更多是以防止国有资产是否流失为判定标准，而割裂了资产的实际价值（市场价值）与收购成本之间的联系，且主要是通过管理层与大股东之间的讨价还价，中小股东和原企业员工被严重边缘化，而这往往会给今后企业再造埋下严重隐患。

（2）除了国有股权的转让之外是否存在以净资产为转让底线的法律法规？

目前国内尚无相关法规，只是在涉及国有股转让时每股净资产成为定价底线。很难讲这一标准正确与否，因为每股净资产仅是依据"历史原则"从会计角度对企业资产的记录，并不代表企业未来的获利能力，而交易价格实质是买卖双方围绕企业价值博弈和妥协的结果。在我国公司价值评估体系尚未成熟建立之前，政府以其作为阻挡国有资产流失的一道屏障，短时间内恐怕很难被取代。在实践层面，按不低于资产净值的标准确定国有股出让价格，已变成一道难以逾越的屏障。处于 MBO 程序中的收购方在判断能否接受这一价格时，至少要考虑以下因素：①按资产净值收购所对应的收购市盈率；②由产业特征、竞争格局、管理水平以及买入价格等因素决定的此次收购的短期与长期风险；③实施 MBO 指望得到的投资回报率；④每股现金流量；⑤是否取得控股定位等。

就西方国家的实践而言，即使有国有股权转让的净资产底线也最终会被打破，例如原东德国有企业的状况是不错的，而最终出售的价格总体上只有德国政府评估价值的 1/10！在空前低利率和现金为王的时代，MBO 收购价格不可能如国有股东所想象的那样。净资产转让坚冰的最终突破，可能要等待 2003 年国有资产管理委员会设立并能落实和实施国有资产的分级所有之后。

（3）实施 MBO 定价时如何考虑能产生的未来现金流量？

在计算 MBO 中的风险收益时，其收购 PE 的计算应当以每股现金流量为准，同时要对公司的资本支出状况给予充分考虑。实施 MBO 后的 5～10 年内，标的公司到底能为管理层带来多少可真正自由支配的

现金流量，是 MBO 能否成功的关键所在。这需要实施 MBO 者对此有大致的预测并在收购价格上给出足够的保险系数。

（4）MBO 定价如何承认管理层的历史贡献？

如何承认管理层的历史贡献迄今仍是个比较敏感的问题，如果我们在给 MBO 定价时考虑到的仅仅是国有资产与中小股东利益的保护，而对管理层的合理权益没有给予充分注意，那么定价就不可能合理。怀新投资公司曾经列举了一个简单的例子来说明管理层贡献的货币化问题对 MBO 定价的重大影响。假设有甲、乙、丙三家同类型企业，20 年前国有资产净值同为 100 万元。再假设 20 年来三家公司的净资产回报率分别为 5%、16%、45%，投资率均为 100%，那么，目前这三家公司的国有资产净值为 265 万元、1 946 万元和 6.87 亿元。假设这三家公司管理层均提出 MBO 收购计划，收购比例同为 30%，并均按资产净值收购，三家企业的经理层分别需要支付的收购成本是 79.5 万元、584 万元和 5.06 亿元。管理最为卓越的丙企业管理层却必须为 MBO 支付最高的收购溢价！

因此，如果理性地考虑管理层在标的企业资产形成过程中的贡献的话，那么好的管理层无疑应该享有较高的出让折扣率，这和国有资产流失全然无关。遗憾的是，这方面迄今没有明确的法律规定，大多是一些含糊的没有量化的优惠政策。如中办、国办的《2002～2005 年全国人才队伍建设规划纲要》在"建立健全人才激励机制"一章中写到"试行股权制和期权制"，"对有突出贡献的科技人员和高层管理人员实行重奖"。劳动部和财政部也发布了类似的规定。对于员工和管理层持股，各个地方政府大多制定了不同的优惠政策，主要是通过直接奖励、付款条件和付款方式等形式来间接实现。如果不尊重经理层作出的历史贡献的现实，那么就会出现越来越多的无能者守着一株桃树，守到桃树无果可结甚至枯萎而死，却无过失地易地为官；而有能力者精心培养好一株桃树后，摘颗桃子吃却锒铛入狱的悲剧。

（5）MBO 定价如何征得多方的认同？

MBO 定价虽然主要是地方政府和经理层协商的过程，但不能不考虑收购过程中的利益相关者的处理，尤其是企业的原有职工的安置问题，这就需要管理层在明确定价的协商机制，进行较为充分的信息披露，发布收购后的企业发展战略等诸多细节方面多下功夫，以避免企业运作因 MBO 而出现意外的动荡。MBO 的定价本身就是个多方妥协的艰难过程。

五、如何突破管理层收购中的融资瓶颈

管理层收购属于典型的杠杆收购的范畴，约 80% 的收购资金需要由管理者通过对外融资的方式筹措。目前国外典型的 MBO 资金来源通常由很多不同的部分构成，其中既包括权益资本，即普通股和优先股，也包括从银行获得的不同种类的贷款、债券融资和一部分商业信用。资金来源对国外的管理层收购已不成问题，他们的融资方案设计重在综合考虑资金的使用成本和使用效率的合理配置，即通过一定的融资安排来达到预期的风险和收益水平。

（一）比较典型的 MBO 融资结构。

（1）高级负债（Senior Debt），即通过信用或资产抵押从银行获得的定期贷款。

信用贷款是以一定的资产总额和经营能力作为条件，通过银行或融资公司获得的贷款，这种贷款利率较低，期限一般为 1～3 年，通常占总融资量的 15%～35%。资产抵押贷款是以固定资产抵押为条件，通过银行或融资公司获得的贷款，利率同样较低，期限一般为 5～10 年，通常占总融资量的 25%～50%。

（2）次级负债（Subordinated Debt），即通过发行债券，或通过保险公司、相关政府机构获得的贷款。它以次级资产或超额现金资产为担保，利率较高级负债高 2～5 个百分点，期限一般也为 5～10 年，总额则只占总融资量的10%～25%。

（3）自有资本（Equity Finance），即通过管理者、职工、企业外部的战略投资者等人的出资获得的资金。这一部分资金的综合利率可能高达30%～40%，一般规定持有年限为3～7年不等，占总融资量的10%～20%。

（二）成功的融资方式。

在我国，无论法律环境还是投资环境，都与国外有很多不同，这使得我国企业实施MBO中，融资安排已经成为限制MBO发展的最难以跨越的障碍。目前可考虑的办法主要有以下几种。值得一提的是，其中一些融资方式已经被中国企业家用于自己的管理层收购实践中，并获得了成功。

（1）在协议收购中争取较低的收购价格。

管理层收购既可以采用协议收购方式，也可以采用要约收购方式。在我国，由于非流通股的存在，协议收购成为MBO的常用方式，国内已有的MBO案例多数都采用了协议收购的方式。协议收购给管理层带来了争取较低收购价格，从而降低收购资金总额的可能。较低的收购价格虽然并没有为管理层收购融入资金，但降低了收购资金的需要量，减轻了管理层的融资压力。通常，考虑到企业的平稳过渡、管理层历史贡献的货币化、企业历史包袱和保障就业等因素后，强有力的管理层能够在和政府议价过程中争取获得相对较合理的收购定价。合理、清晰和为多方接受的定价是MBO成功的第一步。

（2）引入战略投资者，联合出资收购。

相对于管理层自身出资能力显得庞大的MBO资金需要，可以由经过选择的战略投资者分担。在欧美，战略投资者的角色经常由专门从事投资的机构投资者充当，相比之下，我国的机构投资者发展尚不十分成熟，因此在引入战略投资者时，可考虑多种选择。一是与本企业业务往来较多、具有合作关系的企业。选择这类企业可以在一定程度上降低管理层与战略投资者之间的利益冲突和矛盾，因为在收购前，企业与战略投资者就具有一定的共同利益，谈判过程中更易达成一致，合作容

易实现。二是愿意参与企业 MBO 的其他企业。目前国内外许多企业都对参与其他企业的 MBO 计划抱有很大兴趣，可以说，这一类型的战略投资者并不难找到。由资金实力雄厚的大企业充当 MBO 战略投资者，解决融资问题，能够大大加快管理层收购的步伐。TCL 集团的 MBO 计划便采用了这种融资方式，南太、金山、东芝、住友银行和香港 penteld 五家公司成为 TCL 集团管理层收购的战略投资者，共持有 TCL18.38% 的股份。

引入战略投资者的融资办法优点很多，不仅能够规避法律限制，加快 MBO 实施速度，还能对成为公司所有者的管理层施加一种外部监督和约束。但这种办法也有其不足。战略投资者参与企业 MBO 的动机在于获取收益，这将会使得 MBO 的成本有所上升。在引入战略投资者的同时，MBO 完成后的长期股权安排也必须列入收购方的考虑范围内并应在各方之间达成一致，以确保 MBO 的成果不受损害。

（3）逐步获取股权或分期付款方式。

为了缓解收购资金需要与自身资金实力的矛盾，管理层也可以选择分阶段逐步获取控股权的办法实施 MBO，或者争取以分期付款的方式支付股权款项，以分散支付时间的方式缓解资金压力。经理层的分期付款方式能否为地方政府和企业职工接受，关键在于管理层能不能给出一个令人信服的分期还款计划，该计划中尤其要突出分期偿付的资金来源和保障问题。目前 MBO 分期还款资金可以通过经营分红、部分资产变现、部分股权转让、引入战略投资者等多种途径获得，MBO 的还款甚至还可以通过将部分业务分拆上市、以管理层持股公司境外上市等方式获得资金。上市融资的好处在于一次获取大量资金，缺点是过程复杂、运作时间较长。迄今为止，分期付款方式中最广泛运用的是经理层以未来分红偿还，在这种情况下，企业未来的利润和现金流将被作为分期付款的担保，同时也是支付余款的资金来源。在通过股权转让进行员工持股或管理层持股时，管理层及员工在公司股东的支持下，可以先通过支付一定的股权款获得股权，进行股权变更登记，然后每年

用股权的分红来分期偿还股权转让款。分期受让股权和分期付款的方式实施起来比较容易。在实践中，将其与其他融资方式结合使用，往往能产生较好的效果。

应该指出的是，早期实践中管理者由于收购资金的缺乏，由被收购企业先借给管理者一笔款项。管理者用该笔款项作为收购资金，也有管理者将企业应收款截留充作收购资金，然后在收购完成后再将企业对管理者的分红逐步充抵应收款，这属于比较危险的做法，管理者不能轻易使用。目前这种原始的方式已有所演进，目标公司可以通过其他方式达到向管理层提供融资的同等效果。例如，在 MBO 之前对经理层实施经营奖励或奖励分红，公司股东可以给有突出贡献的管理层或员工以特殊奖励；或者是股东会决议如果公司的经营业绩达到既定要求，则授予管理层或员工一定比例的分红权，目标公司也可以实施技术入股或技术分红策略，让经理层将其所有的或者有处分权的技术成果作价出资，取得企业的股权。以解决管理层收购所需资金问题。

（4）信托解决方案。

随着《信托法》的出台，中国信托行业已经重新解禁，MBO 信托解决方案的基本程序是：①目标公司管理层与信托公司制定一个 MBO 的信托计划，由信托公司利用此计划向商业银行或其他投资者进行贷款融资；随后公司管理层与信托公司（有时还包括相关利益人）共同签订信托合同；②信托公司利用所融资金以自己的名义购买目标公司的股权，至此管理层收购已基本完成。管理层持有的股份可根据信托合同所约定的权限由信托公司持有、管理、运用和处分；③管理层则按照信托计划将股权作为偿还本息的质押物，并通过信托公司以持股分红所得现金逐年偿还贷款。当管理层将股权转让变现或贷款归还完毕信托目的实现后，信托公司将现金或股权归还给信托合同指定的受益人。目前新华信托投资率先推出管理层收购（MBO）资金信托计划大体构想框架，规模为 5 亿元人民币，以 100 万元为起点，全部向机构投资者私募，其实质就是私募型集合金钱信托。根据市场细分包含国企改制

管理层收购信托、上市公司管理层收购信托、高成长企业管理层收购信托等三部分。

信托不仅避免了 MBO 融资中可能出现的法律风险，在一定程度上拓宽融资来源渠道。通过引入信托机制实施 MBO 收购计划，可以解决 MBO 中主体资格、主体变更和集中管理等问题，尤其是在收购资金合法性、资产定价合理性、股权管理有效性等方面，由于引入金融机构的运作，增强了管理层收购的公平性和公正性，并真正发挥管理层收购所具有的"杠杆收购"特性。因此，MBO 信托解决方案的前景还是值得期待的。只是目前因为《信托法》缺少实施细则，信托形式下 MBO 的信息披露、股份交割与过户、所得纳税等问题至今还是"悬案"。已实施的 MBO 中也没有成功运用信托方案完成的案例。

（5）借力私募 MBO 基金。

目前此类私募基金其实就是风险基金，通常是专门为各类企业提供 MBO 融资的投资公司。同那些乐意为其他企业的 MBO 提供融资支持以便从中获利的大企业一样，资本市场上的一些投资者对 MBO 这块市场也非常感兴趣。按现行法规，私募 MBO 基金只能以投资公司的形式存在，这种形式在税收、融资途径等诸多方面给私募 MBO 基金造成了限制。目前国内已有一些从事私募 MBO 基金业务的公司，其资金既有来自海外的所谓"聪明钱"，也有希望通过私募形式分享 MBO 回报的民间资本。目前私募 MBO 基金通常的做法是通过信托公司，以信托资金的名义向"壳公司"融资。私募 MBO 基金可将手中资金作为信托资产，由信托公司借贷给管理层设立的"壳公司"。因为根据信托公司管理办法，信托公司管理、运用信托资产，可以按照信托文件的约定，采用贷款、投资、同业拆借等方式，由此规避了 MBO 的政策障碍。因此，私募基金在 MBO 融资中起到的作用相当于过桥贷款，在股权收购之初，私募基金"架桥"助管理层摆脱资金困境；收购完成后，管理层通过质押股权或其他途径得到资金，先期归还私募基金。在此过程中基金充当一个临时贷款人的角色，其工作的重点在于风险控制。

由私募基金充当企业 MBO 的战略投资者，不仅能够解决融资问题，熟悉股权运作的基金所有人还能为企业的 MBO 提供信息、操作等方面的支持，令 MBO 完成更加顺利。目前做 MBO 私募基金的年目标收益大约在 10% ~15%之间，一些相对成熟的私募基金的预期收益甚至更低。如果私募基金充当的是暂时的融资角色，那么它一般通过归还贷款或管理层回购股份完成退出；如果扮演的是投资角色，则主要通过未来股权的协议转让和上市流通完成退出。值得注意的是，根据我国民事法律的有关条款，公司不是合法的借贷主体，企业法人之间不得互相借贷，他们之间的借贷行为属非法，因此私募 MBO 基金只能借款给管理层个人，而不能借款给管理层设立的其他公司，而在现实操作中，大部分 MBO 案例是通过管理层设立其他公司的名义而进行收购的。

（6）采用股权质押办法获取“银行”贷款 。

通常，来自商业银行的信贷资金因其资金成本低、融资方便快捷，很适合用于管理层收购，国外管理层的收购资金中很大部分都来自这个渠道。但是在我国，银行贷款受《贷款通则》关于贷款“不得用于股本权益性投资”的限制，信贷资金用于管理层收购受到了限制。但是，MBO 仍然有可能部分地获得信贷资金的支持。“粤美的”在实施 MBO 的过程中就透过美托投资采用了这种股权质押的方式。目前，在我国以股权质押为 MBO 融资，仍然要承担一定的法律风险。向农村信用合作社申请这种股权质押贷款，可以算是在当前法律条件下的一种变通做法。目前更为普遍的融通做法有两种：一是银行向经理层提供个人消费贷款，绕道为经理层提供融资，但这种做法的融资量难以放大；二是商业银行或非银机构推出的委托贷款，在委托贷款中，贷款对象、用途、期限、利率等均可由委托人确定。银行和非银行金融机构只负责监督使用并协助收回，收取手续费，不承担贷款风险。目前的法律并没有明确规定委托人所确定的贷款用途不能是股本权益性投资，因此也是可用于 MBO 融资的一种方式。

最后，除了以上六种典型的融资安排之外，在 MBO 的实施中，一致

行动人的角色也非常重要。在某些情况下，管理层依靠自身的力量难以取得控股地位，需要一致行动人的配合，这时候，如果经理层和员工的关系融洽，那么员工持股会的股份就可以助 MBO 一臂之力。典型的例子出现在“粤美的”的 MBO 中，2000 年初，由美的集团管理层和工会共同出资组建了顺德市美托投资有限公司，其中美的管理层人员持有美托总股本的 78%，工会持有剩下的 22% 股份，主要用于将来符合条件的人员新持或增持。此后美托投资协议受让了“粤美的”公司控股股东顺德市美的控股有限公司持有的“粤美的”股份，工会持有的股份参与到美托，解决了员工持股资金不仅只能用于购买本企业股份的法规限制，也使得员工持股和经理层持股成为明显的一致行动人，降低了 MBO 的实施难度。

MBO 融资发展到今天，已经成为一门错综复杂的艺术，在实际操作中，多种融资方式的结合运用将会使融资方案更加合理和完善。

六、当前中国市场上管理层收购的发展方向与运作特征

（一）对上市公司的管理层收购的监管会趋于严格。

中国证监会颁布的《上市公司收购管理办法》及《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》明确地肯定了管理层收购这种新的收购形式，并对管理层收购一些具体操作细节做出了相应的规定。例如，《管理办法》中规定：当收购人为被收购公司的高级管理人员或者员工时，应当由被收购公司的独立董事聘请独立财务顾问，就被收购公司的财务状况进行分析，对收购要约的条件是否公平合理等事宜提出报告。这些规定为上市公司管理层收购提供了法律的准绳。可以预计，随着管理层收购的实践不断推进，对于上市公司的管理层收购的监管会日趋严格。

（二）非上市公司的管理层收购的增长会比较迅速。

由于对上市公司管理层收购的监管趋于严格，非上市公司管理层收购会有显著的增长，这也反映出管理层收购中的一些灰色领域有待通过强化信息披露等方式加强监管。

（三）上市公司中的特定行业可能会成为管理层收购的热点。

在当前的运作环境下，由于各个企业在不同地方的重要性不同，企业管理层对于企业的贡献存在差异，对于政府的影响力也不同，因此不同公司管理层的并购运作可供借鉴的空间有限。总体上说，那些管理层对公司有重大贡献、运作比较规范、在当地有较大社会影响力的企业，最有可能成为管理层收购的对象。

在此基础上，不同的行业可以进行管理层收购的可能性存在一些差异。相比之下，同等条件下可能易于进行管理层收购的公司首先可能是上市的民营企业，因为不涉及到管理和收购，不涉及到国有资产转让和定价问题，不涉及国有企业资产流失问题，无需财政审批，所以整个运作起来会比较快。第二就是对管理层的知识密集、知识依赖程度比较高，知识密集型、技术密集型的新兴行业的上市公司，有足够动力对管理团队通过股权的形式给予利益。像生物科技、信息产业，包括一些电子技术这方面的软件行业。第三就是一些竞争已经非常充分、已经形成了比较稳定的管理团队的传统行业，例如家电行业等。

（四）追逐流通股和非流通股之间的价差利益成为推动管理层收购的重要动力之一。

根据《上市公司收购管理办法》，协议收购非流通股价格不能低于每股净资产，要约收购价格要参照流通股价格。仅仅按照净资产来比较，目前上市公司的净资产之和与净利润之和的比率为30倍左右，如果按照净资产为转让价格，全年的总体市盈率大约为15倍，远远低于流通股的市盈率。

追求流通股和非流通股的价差带来的收益，可能成为一个主要的推动管理层收购的力量。仅仅从分红看，低成本持股的管理层在大比率分红条件下的回报率显然远远大于流通股股东。只要实施再融资，

管理层就显然可以借助流通股的贡献推动每股净资产的上升，即使在此时管理层转让部分持股，也能够获得客观的现金收益。另外，管理层还可以利用市场差异进行套利的操作，例如，管理层可以用低价获得的股份作为出资，在香港等全流通市场成立公司并上市套现，进而通过转让股份在两个市场之间进行套利。

（五）管理层收购还将成为有中国特色的管理层激励机制的一种方式。

在成熟市场上，管理层收购并不能视为一种激励机制。与通常所说的管理层持股的激励机制相比来看，管理层收购有特定的运作机制。例如，MBO 必须是现实股权，与管理者股票期权 ESOP 既有联系又有区别。ESOP 是一种激励计划而非企业接管计划，股票期权往往是针对远期的，且到行权时有可能是收益，也可能是负债。而 MBO 则是企业接管计划，与企业激励机制相比，具有利益直接性、动力内生性和时间长期性等特点。MBO 必须是真实交易，无偿量化资产到个人、奖励股权、赠送股权、继承股权、股票期权行权、划拨股权、配给股权、打折优惠获得股权等都不是 MBO 的内容。

但是，在当前中国的资本市场上，正是由于管理层激励机制的缺乏和缺位，导致管理层收购在不少公司同时成为激励管理层的一种重要替代渠道和方式。从目前的实践进展看，管理层收购已经客观上在中国市场上成为激励机制的一个重要选择形式，用以体现管理层的企业家经营才能和人力资本的价值。

全球

硕士爱因斯坦碰到三个新西兰人，他们聊了起来。细心的爱因斯坦先问了三人的智商。第一个人回答说智商是190，爱因斯坦很高兴："我们可以讨论原子物理学和我的一些理论观点。"第二个人回答说是150，爱因斯坦说："我们可以讨论新西兰为追求世界和平所确立的核不扩散条约。"第三个人回答说智商是50，爱因斯坦稍作踌躇，然后问道："你预计明年的财政赤字是多少？"

——据介绍，这个笑话刊载于1992年的英国《经济学家》杂志

在新加坡政府的极力推动下，新加坡公司为了将业务拓展到208平方英里的有限国土之外，正在大张旗鼓地进行着跨国并购交易，然而，这些交易的价格却通常远远高出市场正常水平。

新加坡政府投资如何会变成“高价投资”

一、新加坡全球高价投资气势直逼当年的日本

在新经济调整和全球经济面临衰退威胁的愁云惨雾中，新加坡政府及其主导下的企业在全球范围内的大手笔投资，在气势上直逼当年泡沫经济畅旺时期的日本政府及其主导下的企业，引人关注。

仅仅从2001年新加坡政府的几起并购案就可以看出冰山之一角：

首先，是2001年3月，新加坡电信（Singapore Telecommunications Ltd.，P. SGT，简称“新电信”）与澳大利亚奥普图斯通讯公司（Cable & Wireless Optus Ltd.，A. CWO）达成收购协议，这一大手笔让新加坡政府大为畅怀，视为新加坡电信业全球拓展的重要一步。但是，市场没有这样看，关心自身投资收益的投资者断定，新加坡方面的出价太高，结果新电信股价大跌。

随后，在新加坡政府的积极支持下，新加坡发展银行（Development Bank of Singapore，D. BSG）收购了香港道亨银行集团有限公司（Dao-Heng Bank Group，简称道亨银行），而收购价格要高出这家成熟的香港中小银行的账面价值3倍以上。这样的高价自然让香港人喜忧参半：喜的是获得了如此高的转让价格，大约是香港金融业确实具有如此高

的吸引力？忧的是新加坡发展银行开出了如此高的天价，是不是会使得新的竞争者望而却步，从而延缓了当前正在推进的香港银行业的整合过程？

事实上，在新加坡政府的极力推动下，新加坡公司为了将业务拓展到208平方英里的有限国土之外，正在大张旗鼓地进行着跨国的并购交易，然而，这些交易的价格却通常远远高出市场正常水平。

为此，国际金融市场甚至专门形成了一个词汇，称新加坡这种气势汹汹出高价的收购行为为"新加坡溢价"（Singapore premium）。

二、"新加坡溢价"与"日本溢价"

新加坡当前的这些举措不能不让人想起当年泡沫经济繁荣时期的日本。在当时的国际市场上，可以说是世界上任何一家公司只要看到日本买家握着大笔现金前来时，都会垂涎三尺。日本人买了美国的洛克菲勒中心，买了大量的亚洲文物，买了大量的欧洲企业……当时的日本，让全球投资界震动。

印象中当时的国际性金融杂志对于日本企业和官员的这种大手笔也有过嘲讽的描述，如当时的《欧洲货币》杂志说，日本大藏省官员在欧洲收购企业、购买债券等时，综观其整个决策过程，好像日本官员最为关心的，是有机会让大藏省官员到欧洲免费地挥霍和旅游，真正的商业决策和考虑的时间短得让欧洲同行惊讶。

良辰易逝，泡沫不可永远持续。日本泡沫经济破灭之后，至今在经济调整的泥潭中挣扎了10年，迷失了10年。连一度雄霸全球前10大银行主要席位的日本银行业，如果要在国际市场发行债券，也不得不付出更高的溢价，因为国际市场很理性：日本的金融体系现在风险很高，需要付出更高的补偿。

国际市场也专门用了一个词来描述日本金融界的这种状况：日本

溢价(Japan premium)。

如果说"新加坡溢价"只是描述的大手笔高价投资还没有破灭阶段的话,"日本溢价"描述的则是投资有去无回之后国际金融界的冷酷。从"新加坡溢价"到"日本溢价",政府主导下的高成本投资所导致的恶果有了一个相对完整的循环。如果说当时日本跨国并购还是因为货币升值和经济泡沫推动下的、主要以企业为主的行为话,那么当前新加坡海啸式的投资,则更多地是具备政府推动和主导色彩。

从当前情况看,新加坡资金实力还是雄厚的,新加坡目前在全球范围内的投资规模显然已达到了日本"海啸"那样的规模。新加坡政府有1 200亿美元的外汇储备,政府控制的投资公司拥有数百亿美元的资金在世界范围内流动;在全球范围的房地产和私人股权投资业内新加坡政府主导的公司也属于世界最大的行列。

《华尔街日报》赞叹:新加坡政府主导的投资可谓无处不在,从美国的思科系统公司(Cisco Systems Inc.)和万国宝通集团(Citigroup Inc.),到中国的第一家中外合资投资银行——中国国际金融有限公司,新加坡都有股份。而其控制的房地产则从芝加哥市中心直至东京的心脏地带。

应当承认,新加坡有汇聚大量精英的政府,有相对廉洁的政府运作体系,但是,市场的价格表明,新加坡依然还是付出了高价。

经济学家如果说,没有政府或者政府主导的投资能够保持低成本和高效率,那么,肯定会有人批评他过于绝对:总能找出几个投资良好的例证吧。

但是,汇聚精英的新加坡政府,高薪养廉的新加坡政府,最终也付出了远远高出市场一般水平的高价。摩根士丹利(Morgan Stanley &Co.)亚洲投资银行业务负责人迈克尔·伯克托尔德(Michael Berchtold)说:"新加坡公司做出的决定在商业和策略上是精明的,然而执行情况如何将最终决定它们是否会是赢家。"新加坡的官僚是优秀的,但是这种优秀充其量只能保证总体的投资方向和投资策略具有理论上的

合理性;一旦进入具体的追逐利润的商业操作,故事就变化了。

三、并不仅仅日本政府和新加坡政府是如此

我们并不是要批评日本政府或者新加坡政府,也不是说日本和新加坡的市场机制不完善。我们要说明的是,政府参与投资,从一开始就具有转换为高成本、低收益投资的巨大可能性。即使是标榜市场机制完善的美国,只要有政府投资和购买活动的身影,高成本的批评就会随后出现。例如,在美国政府的采购单上,曾经购买了1 000美元一只的马桶座圈、200美元一个的榔头。斯梯格里兹统计说,美国的公共住房成本平均比私人厂商的住房成本高出20%以上。

美国政府购买和投资活动的高成本,也始终是美国总统不得不关注的问题。1993年,克林顿总统发现,当美国政府要买一件普通的T恤时,需要准备一份多达30页的、认真打印的文件来说明,进而还要付出远远高出一般市场水平的成本。克林顿总统于是委托当时的副总统戈尔成立一个专门的特别工作小组来研究解决这个问题。

四、从市场失灵到政府失灵

从亚当·斯密开始,现代经济学就强调政府最适合担任的角色是"守夜人",至于具体的商业决策,政府是不如商业机构和个人敏感的,市场机制的运转能够保证资源配置的高效率。然后,关于市场失灵的批评出现了:市场也有失灵的时候,需要政府的介入和干预。

不过,市场失灵者也许忽视了,更多的是政府失灵的时候。以市场失灵的口号介入市场干预,往往导致成本更高的政府失灵。

经济学上的政府失灵的原因十分清晰:

首先，政府的投资同样面临不完全信息的问题，这个问题也是私人部门的问题，但是公共部门同样存在，而且通常是更为严重。

其次，政府等公共部门不能解决决策中的激励问题。政府工作人员最为关心的不是市场的盈利，不是商业的约束和考虑，而是所付出的努力是否能够体现在收入中，自己的工作是否遵循了政府制定的繁文缛节的要求，是否赢得了上级的赞赏等。

第三，政府的投资和采购活动必然会产生寻租的机会，产生“政治分肥”(Pork barrel)的状况，这是对宝贵资源的浪费。

因此，在英明的政府官员准备雄心勃勃地进行投资、采购等活动时，我们想要提醒的是，请先看看日本溢价，看看新加坡溢价，再看看是否这项投资之类活动真的能够完全避免政府失灵的各种因素而获得同私人投资一样的效率。

此次日元贬值，很大程度上体现了日本当局希望通过货币贬值放松货币政策，刺激出口进而拉动经济增长的目的；至于日本作为一个经济强国所应当承担的责任，则被置于相当次要的位置。由此可以预测，日本在亚洲经济中的影响力和地位将会明显下降。

日元持续贬值：究竟是因为无能，还是一场阴谋？

进入2002年，日元延续2000年以来持续贬值趋势，已经成为引发区域性经济利益争端的直接导火索。

一、2002年日元的贬值趋势有可能继续得以保持

实际上，从2000年起，日元汇率就一改1998年7月以来的升跌互见的趋势，转而呈现持续的贬值趋势；到2001年年底，日元贬值进一步加速。面对1998年下半年以来日元对美元汇价刚刚创出的超过130的新低，在2001年的最后一天，日本《每日新闻》报导来自日本大藏省和中央银行的消息，指出日本金融当局认为目前可以接受的汇率为1美元兑120日元到140日元之间。目前日元汇率时隔三年首次跌破130大关，反映了当前日本的经济状况。

亚洲国家的反应十分强烈，有的称此次日元贬值为日本在新世纪对亚洲采取的一次经济上的“珍珠港式袭击”，是一场金融阴谋，说明日本一直是一个不负责任的经济强国。

也有客观的学者强调，当前日元的贬值，可能是日本政府当局无能为力的表现，实际上反应了政府的无能。近年来尽管日本政府采取了多项金融改革举措，但是经济运行始终没有明显的改善。1999 年 4 月起担任首相的小泉纯一郎本来就是以经济结构改革作为承诺才当选的，但是他 8 个月来进行结构改革的步伐十分艰难，进展十分有限。而 2002 年 3 月将是日本银行业处置不良资产的关键时期，过度负债的企业将被迫淘汰，为了避免日本经济在这一阶段陷入过度的不景气，日本政府不得不推动日元贬值。

日元的贬值趋势是否会持续呢？最早透露这一趋势的日本号称“日元先生”的神原英姿，他在 2001 年 12 月底强调，日元到 2002 年夏天将贬值到 140 以上，随后日本大藏省大臣盐川正十郎证实了他的说法，并表态支持。看来，无论当前的日元贬值是一场金融阴谋也好，是日本政府无能为力的不得已之举也好，日元的贬值趋势在 2002 年内可能还会持续。

二、事实正在印证“国际经济乌鸦”克鲁格曼教授在 2001 年的预测

美国普林斯顿大学经济学教授克鲁格曼（Paul Krugman）早在 2001 年中就预测，东亚 2002 年将出现一场由日元带头的贬值浪潮，他还预言，人民币可能被迫在事实上与美元脱钩，港币也将在一定程度受到冲击。

“这大概是另一个不准确的预测，但我推想，亚洲 2002 年左右会出现一场货币贬值潮。日本迫于形势开始让日元趋软，结果把韩元拖下水。人民币也可能因此贬值。”这位曾在 1994 年指出东亚新兴经济体存在投资高但效率低的弊端，高速的经济发展只是昙花一现的学者，在香港外国记者俱乐部的一场午餐演讲上，抨击格林斯潘以外欧美日三大经济体的其他决策者，在各地经济同时陷入困境的时候，推行无助

经济复苏的政策，“要不是能力不足，就是居心不良，再不然就是两者兼俱”。

克鲁格曼对拒绝让日元贬值的日本中央银行的批评尤其严厉。他相信，单靠扩大政府财政开支，已无法挽救日本经济。日本政府当务之急，是取消央行决策独立的地位，迫使它配合政府扩大开支的政策，让日元贬值，同时以维持2%至3%的通货膨胀率为指标，调整货币政策，因为“只有当通货紧缩的局面给扭转了过来，日本才有条件推行结构性改革”。

自1998年开始，克鲁格曼就不断呼吁日本通过“印钞票”（扩大货币流通），人为制造通货膨胀，来摆脱物价持续下滑造成人们延迟消费的恶性循环。这个观点近两年来已得到越来越多人的支持。

面对日元持续贬值的现实，我们再回头看看这位国际经济学界的“乌鸦”的预言和建议，我们真的不知道究竟是克鲁格曼的理论指引了日本政府的货币贬值决策，还真的是克鲁格曼再一次预测准确了。

不过，我们目前可以肯定的是，考虑到日本政府所坚持的日元贬值立场，同时，考虑到日本经济在2002年依然难以有明显的起色，过去十年美元对日元汇率变动的规律也表明，美国和日本之间保持巨大的经济增长差距，是决定日元对美元汇率的主导性因素。在未来一段时间内，日本经济疲弱不堪，经济结构的调整难以推进。因此，日元在2002年有很大可能是继续2000年以来的贬值趋势。

三、日本在通过货币贬值回避作为一个经济大国所需要承担的责任

此次日元的快速贬值，被一些悲观的学者预测为可能会导致第二次亚洲金融风暴。我们的看法是，在1997年亚洲金融风暴之后，亚洲各国都在不同程度上推进了汇率制度的市场化和金融体系的市场化改

革，推动出口的多元化，降低对于日本经济的依赖，因而此次日元的大幅贬值对于亚洲各国的影响将是有限的，尽管负面冲击不可避免，但是还不至于酝酿为一次新的金融风暴。

但是，从国际经济政治格局看，此次日本政府坚决地推行日元大幅贬值的政策，正反映出日本正在回避作为一个经济大国所应当承担的经济责任。

实际上，尽管当前日本国内金融形势比较严峻，但是考虑到日本的经济实力，日本应当说是有能力在付出一定代价的前提下保持日元汇率的稳定。例如，日本拥有2 000多亿美元的居世界第一的外汇储备；日本的经济规模（GDP）占世界GDP总和的18%，相当于美国的60%～70%；日本人的人均收入达300万日元，已超过美国，且国内收入差距小，储蓄率为13%，大大超过美国4.7%的水平；日本拥有1 200亿日元的个人金融资产；同时，对外来讲，日本仍是世界上最大的债权国，仅其手中的美国国债就有3 200亿美元之巨；日本贸易常年大幅度顺差，即使是亚洲金融危机发生后依然如此。同时，日本拥有很高的教育水平和技术水平，其产业拥有超群的生产力和国际竞争力，已成为向全世界供应高技术产品和机械设备的重要基地。

正如我们此前所论述的，此次日元贬值实际上在很大程度上体现了日本当局希望通过货币贬值放松货币政策，刺激出口进而拉动经济增长的目的；至于日本作为一个经济强国所应当承担的责任，则被置于相当次要的位置。由日本当前推行的日元贬值举措也可以预测，日本在亚洲经济中的影响力和地位将会明显下降。

四、积重难返的日本经济将成为日本推行日元贬值政策的借口和现实压力

反观日本经济波动的历程，目前日本同样处于一个十分艰难的结

构性调整关口。事实上，日本经济从上个世纪80年代中期至今，已经经历了几次重大的挫折，这主要包括：(1)1985年日元升值后在美国的大量投资失败，据不精确统计，日本在美国的投资大约损失了7 000亿美元左右。(2)1991年5月开始的严重衰退，泡沫经济破灭，房地产和股票市场下挫，经济增长率明显放慢。虽然在1993年后经济增长有短暂的回升，但从1997年初开始又进入了新一轮衰退。(3)东南亚危机的冲击，一方面东南亚和韩国的金融危机使日本近十年在东南亚建立的生产体系遭到破坏，大量商业贷款(约800亿美元)暂时无法收回；另一方面，由于日本经济的衰退和日元贬值，亚洲经济复苏更为艰难。(4)2001年以来全球经济持续疲弱，使得日本经济被迫采取日元大幅贬值的举措。

日本经济结构性调整举步维艰的历史根源十分深刻。事实上，长期以来，在日本产业导向型的金融政策中，日本政府对其金融机构一直采取"保驾护航"的原则，因而日本的国民储蓄率以13%傲视群雄高居世界榜首，尽管日本金融机构的经营效益一直低下，但是因为政府的隐性担保使得其一直可以维持下去。近期日本金融机构经营困境实际上是长期经营弊端的体现，例如，在日本的金融机构倒闭风潮中，日本政府对有问题的金融机构既未出资进行"输血"，亦未私下动员其他经营尚好的同业相助，而是一改往日"保驾护航"的做法，把其完全置于市场机制的作用下听任其倒闭，这无疑加大调整的成本。同时，对于日元的大幅贬值，日本政府既未运用其巨额的世界第一的外汇储备来保卫日元，也未向国际社会求助流露出想保卫日元的意思，而是完全放开汇率管制，让其根据市场机制的作用自由浮动。日本金融市场之所以积累下如此严重的问题，主要原因就是长期以来政府过度干预金融运行的恶果，日本金融机构在日本政府不同形式的干预下，不顾企业的实际经营状况过度贷款，企业超越自身的经营成本过度借贷，据资料显示，在1940～1950年的10年间，日本物价上涨了120倍，但银行的金融资产仅增加了23.6倍；同时日本政府一直对银行实行保护政策，制造了日本大金融机构不会破

产的承诺，但这种保护严重削弱了市场机制的作用。

针对日本经济长期以来形成的严重困境，日本各界甚至有关国际经济组织都在寻找解决日本经济问题的“良方”。在众多办法中，现在呼声最高的是要求日本央行放松货币政策，设定通胀目标，购买外国公债，促使日元贬值，以缓解当前日本面临的众多经济问题。日本经济财政相竹中平藏4日向内阁会议提交的2001年度经济财政报告（即《经济财政白皮书》）明确指出，日本现在物价持续下跌的通货紧缩“给经济带来了严重影响”，并首次正式表明政府有必要设定通货膨胀目标，即采用“物价稳定数值目标”。经济合作与发展组织（OECD）12月4日在对日本的年度经济调查报告中称，日本央行应扩大购买国外资产的数量，以进一步放松货币政策，以减缓通货紧缩。也有经济学家持日元贬值能改善日本经济状况的观点。

五、日元贬值的国际影响十分显著，但是还不足以导致新的一次金融风暴

当前，日元贬值对日本的好处是明显的，除了可通过降低企业出口产品价格、促进出口外，还可通过提高进口商品价格的传导机制来提高国内物价水平，减轻通货紧缩压力。在宏观财政政策和货币政策已经基本失灵的情况下，目前日本国内充满了对日元贬值的期待，有的甚至把日元贬值看做是帮助日本企业渡过难关的“神风”。

但是，日元贬值对于亚洲国家的负面影响也是十分明显的。首先日元的贬值无疑会直接影响到亚洲国家和地区的产品出口竞争力，考虑到当前不少亚洲国家和地区由于受美国经济急剧下滑以及“9·11事件”的影响，其经济形势已经非常险恶，如果再进一步受到日元大幅贬值的冲击，无疑是雪上加霜。同时，这也会在一定程度上减少日本的进口和日本对亚洲地区的投资。

有鉴于此，有专家预言，如果日本经济崩溃，就会引发新的亚洲金融风暴。日元持续大幅贬值，会引发“骨牌效应”。而日本政府实行日元贬值政策，是一种“饮鸩止渴”之举。我们认为，考虑到1997年亚洲金融危机之后，亚洲各国已经进行了较大规模的汇率制度改革和金融体系调整，对于日本经济的依赖程度显著降低，因此，日元的大幅贬值对亚洲国家的负面影响是存在的，但是还不至于酝酿成为一次新的金融风暴。

六、日元不负责任的贬值凸现了中国作为一个正在崛起的、充满活力而且负责任的大国形象

让我们还是回到著名经济学家克鲁格曼充满智慧的预言。他在2001年讨论中国崛起给日本等邻国带来的影响时，幽默地说，目前日本等国家担心中国会给自己带来威胁者，和20世纪80年代美国人担心日本抢占美国的经济空间，心态上极其相似。“有趣的是，亚洲人，尤其是日本人，现在好像是把美国人1988年批评日本人的言词重新朗读一遍。”

日本政府在推行日元贬值政策时是如何描述其对于中国崛起的微妙心态的呢？我们正好找到一个有代表性的日本高层官员的看法。据日本经济新闻12月15日报道，日本经济财政担当大臣竹中平藏14日在山形县对记者表示，人民币对日元的汇率被评价得太低，加速了日本产业空洞化，因此，有必要在西方7国会议等国际场合对人民币汇率过低的问题进行讨论。实际上，日本产业空洞化与人民币汇率之间何曾有过直接的联系呢？这无非体现了一种微妙的心态而已。

当然，日元的持续贬值对于中国经济的增长是有不少负面影响的。例如，日本经济的衰退和日元的贬值拖累了亚洲的复兴，也使得中国的改革和开放面临更恶劣的外部环境，同时也会影响到中国的出口和外资流入。不过，我们也可以自信地判断，日本在外汇市场上不负责任的

态度，凸现了中国作为一个正在崛起的、充满活力而且负责任的大国形象，只要中国继续坚持市场化、国际化的改革发展方向，以中国这个庞大的、充满潜力的统一市场的活力，是能够经受日元贬值冲击的。至于人民币汇率的具体走势，则取决于中国外汇市场上的外汇供给和需求的波动状况，这又进一步取决于以美国为代表的西方发达国家的经济复苏状况对于中国经济的带动作用，以及中国加入世贸组织初期所可能出现的结构性冲击和调整的压力，日元的贬值则是其中一个相对来说较为重要的影响因素而已。

在经济资源就业不充分的衰退阶段，能够带来类似“打破窗户”效应的行为，都被人们赋予带动经济的期望。战争，通常就被视为这样一个“打破窗户”的行为。

美国能否获得来自阿富汗战争的繁荣？

2001年10月8日凌晨，美英联军向阿富汗展开全面军事行动。关于战争本身的争论纷纭杂陈，对于经济学家来说，寻求美国开展对阿富汗军事行动背后的经济影响更为饶有趣味，其中的问题之一，就是美国能否通过此次阿富汗战争，重现当年海湾战争的“来自战争的繁荣”的景象，能否藉此刺激美国经济走出持续一年多、而凡被“9·11”恐怖事件雪上加霜的衰退？

战争经济学的通俗说法是，“枪炮一响，黄金万两”。战争打响的时候，也是军火商清点进账的时候；军工业的兴旺带动相关产业，成为推动经济走出衰退的重要动力。据悉，美英联军仅仅在第一次行动中就动用了军舰、潜艇，发射了50枚战斧式巡航导弹，还出动了15架B－1、B－2、B－52等型号的重型轰炸机和25架战斗机。

在阿富汗战争打响之际，挣扎于衰退之中的美国经济究竟是会获得增长的动力，还是陷入了新的困境？

一、战争如何成为经济政策的工具

战争被赋予经济政策的含义，可以用经济学中的所谓“破窗

理论”来解释：经济疲弱不振，一个淘气的孩子打破了窗户，住户需要请工人来补窗户，工人为了补窗户需要购买玻璃等原料，对于玻璃等原料的购买又会拉动新的需求。在经济资源就业不充分的衰退阶段，能够带来类似打破窗户效应的行为，也都被人们赋予带动经济的期望。

战争，通常就被视为这样一个打破窗户的行为。

如果将美国此次发动阿富汗战争的行为放到美国最近接连出台的经济政策组合中，这种印象就更为深刻。2001 年 10 月 2 日，美联储宣布减息 50 个基本点，将美国的联邦基金利率从此前的 3.0% 下调为 2.5%，为美国 30 余年来的低点；在美联储降息刺激下，美国股市大幅度反弹，与“9·11 事件”后创下的低点相比，反弹幅度达到了 13%；再加上美国最近公布的制造业增长数据良好，布什政府宣布将推动 750 亿美元的刺激经济计划等，都构成了美国政府动员各种资源促进经济复苏的决心。

在各种经济政策的刺激下，美国现实的经济状况是，许多美国企业仍处于衰退状态，公司裁员也没有停止。仅仅就在美国发动阿富汗军事行动的最近一周，美国有 52.8 万人首次申请失业救济金，这是 8 年来的最高点，显示整个美国的劳动力市场就业情况正在恶化。

在这种状况下匆忙推出的阿富汗军事行动，自然就容易被人们赋予一种特定的刺激经济的政策含义。人们认为布什政府试图通过发动此次战争，来增加经济增长的新动力，寻求来自战争的繁荣。

应当说，这种对于战争的经济联想并不是完全没有道理。即使是就“9·11”恐怖事件而言，这样一个世纪大劫难却也给某些行业带来勃勃生机，如美国的生物识别技术、防毒面具行业、以及加固飞机驾驶舱门的行当等，都获得一时之利。等到真正的战争打响，这种带动效应难道不会更为广泛吗？

二、美国发动阿富汗战争所具有的经济联想

因此，在美国当前特定的经济环境下，战争所具有的刺激景气的作用格外引人遐想。归结来看，这些对于阿富汗战争的遐想主要来自以下几个方面：

（1）阿富汗战争可能有助于恢复美国市场的信心。自“9·11事件”发生后，全球经济就一直被一片不确定的阴云所笼罩。战争打响之后，市场的不确定性在逐步消除；人们也通常会用海湾战争来比拟当前的阿富汗战争，事实上在海湾战争前后，对经济及全球股市打击最大的莫过于对事态前景的不确定，战争真正打响之后倒是消除了这种不确定性。人们期望当前阿富汗战争的正式打响也能够发挥这种恢复市场信心、消除市场不确定性的作用。

（2）美国股市的历史轨迹显示，战争之后美国股市通常先跌后升。反观美国股市的走势，华尔街总是在军事行动刚开始时强烈打压股市，但随着数月后投资者的恐慌消退，市况便开始好转。回顾美国自1898年以来的六次重大事件显示，美国股市历史最久的指数——道琼斯工业指数总在珍珠港被突袭等重大事件发生后的几日内下降，但六个月内总能够反弹。在2001年9月11日纽约遭受恐怖袭击后，美股重开时落得自大萧条以来表现最差的一周，因而人们期望阿富汗战争的正式开始会成为美国股市上扬的动力。

（3）人们期望美国发动阿富汗战争会带动以军工业为代表的行业的增长。人们预期，阿富汗战争开打后可能会让科技产业的景气加快反弹回升，因为阿富汗战争启动之后，包括卫星、无线通讯等军用需求将大增，势必带动周边高科技产业的成长，这种带动效应在海湾战争中表现得十分明显，因而人们期望这种奇迹重演的心情是可以理解的。

三、为什么当前美国难以获得来自战争的繁荣

当然，人们不可能两次踏进同一条河流，这一次的阿富汗战争，并不是当年的海湾战争。世易时移，当前美国发动阿富汗战争具有新的不确定性。

首先，如果当前美国发动的这场阿富汗战争演变为穆斯林民族整体反抗斗争的话，那将使已陷入低迷的全球经济更加雪上加霜。此外，欧洲许多拥有大量阿拉伯语系民族的国家也会因此事件的影响，社会关系将异常紧张，进而对正常的贸易、航运和出口造成损害。换言之，如果阿富汗战争仅仅针对阿富汗，那么这将是一场对于国际经济影响有限的地区性战争；但如果战事规模扩大，时间延长，进而波及欧洲、亚洲，必然会使国际经济大受影响。

其次，由于美国这次敌人的目标并不明确，因而这次战争的规模在美国政府的理性把握下应当不至于太大，时间上也不至于拖太久，因此，人们所期望的“战争刺激景气”的“破窗效应”将十分有限。如果美国等国家通过阿富汗战争依然无法明显压抑恐怖主义的活动，全球经济将进一步陷入困境。

第三，从经济周期波动的状况看，阿富汗战争与海湾战争并不具有可比性。美国在海湾战争前经济已经持续疲软，经济周期已经接近谷底，因而海湾战争的发动成为推动美国经济走出低谷的一个契机；但是，在当前的阿富汗战争刚刚启动之际，美国经济的衰退才刚刚开始，因而依然有较强的持续下滑动力，考虑到目前美国经济同时也处于经济结构的调整中，因而经济衰退与结构调整的结合可能会使美国经济出现持续一段时间的衰退，在此期间战争等形式的刺激是有限的。

第四，阿富汗战争如果持续时间过长，可能会对全球经济形成较大的冲击，这反而会对美国经济的复苏形成新的制约。全球经济在

"9·11事件"前,已经有约一年的向下调整,原本各国都期待第三季度美国经济在持续减息之下经过宽松货币政策的刺激下可触底反弹,但在"9·11事件"后美国消费者信心受到严重打击,其中最为典型的是美国航空业裁员已超过10万人,美国的IT产业原本寄望的圣诞节旺季效应也落空,这些衰退的迹象反映到全球股市,使得全球股市在"9·11事件"发生后的一星期内跌幅高达约15%。全球经济的增长乏力对于美国经济的复苏同样形成有力的制约。

第五,美国经济的基本面难以在一些短期性因素的影响下迅速好转。美国股市自1999年下半年以来缩水4.6万亿美元,相当于2001年GDP的50%。股市暴跌引起"负财富效应",严重打击消费者的信心;美国的公私债务巨大,外国拥有美国资产如股票、公司债券、政府国债、直接投资等总共达5万亿美元左右,外资的流动性成为美国金融市场稳定的一个潜在威胁;美国2000年的贸易逆差达到4 300亿美元,而亚洲各国的电子市场50%在美国。因此,这些经济的基本面是难以通过一个小规模的、持续时间不可能太长的战争所迅速改变的。

四、在当前环境下寻求美国和全球经济繁荣的途径

那么,美国在当前的市场格局下能够如何寻求美国乃至全球经济繁荣的途径呢?

首先,尽可能寻求战争的速战速决。如果美国的军事攻击对摧毁阿富汗塔利班政权及奥马尔和拉登能取得迅速胜利,对全球市场也将是个强心剂。

但是,同样值得指出的是,目前美国还难以看到这种速战速决的可能性,而且这场冲突还必然会进一步使美国面临隐藏在暗处、且不受地理界限拘束的敌人的进攻。

看来,阿富汗战争必然会成为美国全面反思其单边主义政策的一

个导火索，这可能是美国迟早需要面对的一个现实困境。

其次，“9·11事件”以及随后的阿富汗战争也可能成为推动全球化进入一个新阶段的契机。正如英国《金融时报》在近期的社论中指出的，美国“9·11事件”虽然对世界经济整合造成影响，但也为全球在经济上及外交上更加紧密结合营造出新契机，关键在于能否加快各国贸易自由化、开放市场及与全球经济整合的进程，还有如何扩大分享这些进程加快后所带来的利益。例如，尽管各界担心跨国公司将因“9·11事件”而减少活动，而短期内全球对外直接投资（FDI）及贸易往来的确也会萎缩，但这同时也会促使跨国企业提高投资效率及风险管理的能力。另外，美国及其他国家也会愈来愈感受到在展开新回合贸易谈判的迫切性。正是由于这个原因，英国《金融时报》认为，国际间在美国遭恐怖攻击后所展现的超凡合作精神，却正好让大家看到一线生机。该事件创造了让全球在经济上及外交上更加紧密结合的新契机，而上次出现这种契机则是在第二次世界大战时。当年，率先起飞的美国经济为欧洲及日本奠定了长久繁荣及稳定的基础。尽管现在与当年在时空上已有所不同，这至少给全球反思新的全球经济合作格局提供了一个机会。在互相理解和沟通、相互尊重之上的全球化和经济合作，也许是我们寻求摆脱当前全球经济衰退阴影的根本突进。

美元的波动、强势美元政策的调整是不可避免的，美国不可能独此一家地以如此低的成本占用全球如此多的储蓄资源，美国不可能永远是国际金融界里“被惯坏的、不负责任的孩子”。历史地看，美元在1980～1985年期间曾经持续地急涨，却在1986～1988年间不可避免地一路惨跌。

强势美元政策的迷茫与走向

在全球主要发达国家经济陷入调整的愁云惨雾之中，美元是否会继续维持强势政策成为全球金融界关注的一个敏感的问题。在美国国内，网络泡沫之后经营形势艰难的企业部门希望改行弱势美元政策来缓解困境，而美国的金融界则希望维持强势美元政策以吸引更多的全球资金；在国际市场上，美元政策的变动会直接影响到国际资本流动格局的变迁。全球投资者不能不关注，希望通过吸引外资促进经济增长的发达国家和新兴市场国家也不能不关注。

这个时候，美国对于强势美元政策的看法变化，无疑就变得相当敏感，以至于敏感到美国总统布什承认强势美元对于实业部门有负面影响这个现实，也会直接导致美元汇价的波动。

那么，强势美元政策是如何陷入今天的迷茫走势中的？

一、美国财长变化是否会导致强势美元政策的变化

强势美元政策的争论首先来自于美国国内不同利益集团的分歧。

从政策脉络看，强势美元政策的提出来自克林顿时期担任美国财长的鲁宾，这位来自金融界的专家在20世纪90年代中期首度喊出“强势美元符合美国利益”的政策性宣誓，其继任者桑默斯也坚定地支持这一政策。直到今天，这位目前担任花旗银行高层职务的金融界人士依然从其金融业的角度强调：“强势美元政策正是我们国家所应采取的立场。”事实上，强势美元政策也一度被视为促进美国经济持续扩张的重要支柱之一。

现在引人关注的是，布什替代了克林顿，来自产业界的奥尼尔替代了来自金融界的鲁宾担任美国财长。

布什新政权上台后，当时市场看好多位兼具经济专业背景与金融业界实务的人选可获出线，不过结果出乎意料，产业界出身的奥尼尔接任新财长，他刚刚上任就从产业界的角度强调强势美元政策可能对美国经济带来不利影响。

奥尼尔及其所代表的美国产业界强调，强势美元政策虽导致美国出口业利益受损，但在美国景气大好、股市狂飙的情况下，出口业者账面利润的损失，至少还可靠股市资本利得来弥补，但目前美国经济疲软、股市不振、失业率走高，偏偏只有美元一枝独秀，产业界承担的压力可想而知。事实上，根据美国JP摩根稍早发表的研究显示，美国产业界的相对出口表现指数在1993年到1997年呈现一路上扬，但自1997年因美元一路走高盛极而衰，预期到2001年底将降回1993年的水平，此数据显示美国企业1993年到1997年在海外市场抢下的占有率，已在近几年主要因为强势美元而流失殆尽，同时强势美元也使得美国国内市场被更多外国进口产品占领。

对于这些现实，来自产业界的奥尼尔不可能不了解。事实上，美国的制造商通过各自的渠道，都强烈呼吁美元回调，并且强调美元的强势是一个投机性泡沫，一直不肯爆裂，但最终必须爆裂。

在这种敏感的背景下，市场连美国总统表示美元的坚挺对美国既有利又有弊这一现实也有些杯弓蛇影了，布什试图公允地强调“美元

强势的弊端是使出口的难度加大，益处是帮助吸引来更多资本，是市场决定了美元的强势”，而没有坚定地强调坚决维持强势美元政策，就直接导致了市场的疑虑。

二、金融界坚持强势美元有利于美国

美国的金融部门在强势美元政策中无疑是得益者，强势美元吸引了大规模国际资本的流入，促成了美国金融市场的繁荣。正由于此，提出强势美元政策的前美国财长、当前的美国花旗集团的高层管理人员鲁宾强烈地坚持强势美元政策。

鲁宾的理由有很清晰的理论框架。

首先，鲁宾认为，强势美元让美国的物价及利率处于相对低位，美联储因此可有更多放松银根的空间来对抗经济衰退，而至少暂时无需担心通胀压力。

其次，强势美元有利于吸引国际资本的流入，鼓励国外投资美元计价的资产，美国才能通过这些资本的流入来弥补庞大的经常项目赤字。理论上说，美国经常项目赤字主要是反映低储蓄及高投资之间的巨大差额，而当前美国的经常项目赤字主要是靠海外资金的流入来融通，如果不能维持强势美元政策，谁也无法保证国际资本不会流向其他地区，这对于美国的金融市场稳定无疑是一场灾难。据统计，美国当前的贸易赤字一年平均达4 500亿美元，约占美国国内生产总值4.5%，这无疑是相当高的水准。

第三，疲势美元可能引发通货膨胀，由于当前美国经济正处于调整时期，这有可能导致目前还没有有效治理办法的“滞胀”的出现。

三、强势美元有维持下去的国际性理由吗?

当前,许多学者从美国经济增长乏力、利率处于低位等因素出发,认为当前的强势美元利率违背了汇率决定的基本原理。实际上,这些看法仅仅只是一种局部和静态的分析。当前强势美元政策的争论,并不仅仅是美国国内不同产业部门的利益争论,实际上,强势美元政策的维持,也是由当前特定的国际货币体系下美元所占据的强势的储备货币地位、美国经济在全球经济体系中的主导地位所决定的。美元的这种强势的储备货币地位在目前还没有遭受强有力挑战之前,美国金融市场的发达和经济体系的相对健康对于全球资本都具有强大的吸引力,这也是强势美元能够得以维持的国际性理由之一。

事实上,自 1982 年起,美国便从国际资本净输出国转为净输入国,国际资本流入规模逐年增大,据美国第一波士顿信托银行估计,目前美国实际上利用着全世界净储蓄额的约 72%。美国经济从 2000 年第二季度开始减速之后,许多人认为,国际资本将逃离美国而流向欧洲特别是欧元区。但是,新的数据并未支持国际资本将分兵欧洲的说法。无论是用资本净流入/流出指标,还是用毛流入指标分析,2000 年第二季度以来发达国家间的国际资本流动格局并没有发生异常的变化,流入美国的国际资本没有显著减少,而流入欧元区和日本的国际资本也没有明显增加。特别是与经济基本面高度相关的净直接投资流动和净证券投资流动,仍是美国一家保持着净流入的势头,欧元区和日本都是净流出。流入美国的国际证券投资尤其出乎意料。2000 年流入美国的证券投资为 4 659 亿美元,比 1999 年的 3 315 亿美元增长 41%。尽管 2000 年美国股票市场出现了较大波动,但流入美国股票市场的国际股票投资却高达 1 718 亿美元,比 1999 年的 987 亿美元增长 74%。2000 年流入美国公司债券市场的国际债券投资达 2 941 亿美元,而 1999 年

为2 328亿美元。2001年第一季度国际投资者对美国的证券投资进一步加速，净流入美国长期证券市场的国际资本达到1 550亿美元。

因此，在当前的国际货币体系下，美国独特的经济地位和完善的金融市场依然对于国际资本具有吸引力。2001年以来的一个重要迹象是，一旦国际市场出现风吹草动，国际资本更多地转向了美国等完善的金融市场。国际经济环境的恶化和波动的剧烈极大地强化了国际投资者的风险意识，避险性的"逃往质量"(flight to quality)决策偏好，成为国际资本流向的首要选择。

四、强势美元政策的调整不可避免，但是肯定不在短期之内进行

被视为是美国"经济总统"的美联储主席格林斯潘对于经济波动曾经有过一段十分精彩的论述。他说：我们是否有能力消除经济活动中的盛衰波动？最适宜的财政及货币政策能否消除商业周期？我们应当明确回答说，不能。这位哲学味道浓厚的金融家指出，这样回答的原因十分简单，因为没有任何东西能改变人类的本性，因为人们倾向于在乐观和悲观情绪中反反复复，这种乐观和悲观有时体现在过度投机的形成和消解过程中。

美元汇率作为牵动美国国内外经济波动的重要指标之一，也不能逃开盛衰波动的必然规律，即使是最好的经济政策也不行，何况美元的走势还直接受到当前特定的国际货币体系、当前不同国家和地区的经济利益、国际资本流动的偏好等等的制约。

因此，我们首先要说，美元的波动、强势美元政策的调整是不可避免的，美国不可能独此一家地以如此低的成本占用全球如此多的储蓄资源，美国不可能永远是国际金融界里"被惯坏的、不负责任的孩子"。历史地看，美元在1980到1985年期间曾经持续地急涨，却在1986到

1988 年间不可避免地一路惨跌。

什么时候这种调整能够进行，需要取决于国际货币体系的调整、储备货币的相对强弱的变更、国际经济金融形势的变化等。而这些因素，在短期内调整是不现实的。

特别是考虑到美国的巨额赤字，考虑到当前疲弱的全球经济，如果美元政策作出急剧的调整，那么，不仅美国可能遭遇更大的经济灾难，全球经济也可能因此而受到强烈的冲击，而引发新的利益格局的调整。总体上看，如果强势美元政策骤然调整，严重依赖美国的拉美地区与亚洲受到的冲击将最大，而中国这样一些事实上将货币钉住美元的国家和地区则可能从中收益。

中国古老的传统智慧说，要“晴带雨伞”。这中间其实蕴藏了质朴的风险管理思想，个人如此，金融机构的经营也是如此。

东亚经济的“恨不当初”与美国经济的“早知今日”

在当前席卷全球的经济调整中，美国和东亚经济的表现迥异，美国经济表现出较强的抵御和调整能力，而东亚经济则陷入观望和无所适从的茫然。导致这一差异的因素很多，但是以银行为主导的金融机构体系在风险管理上的差异，确实是一个相当引人注目的现实原因。

中国古老的传统智慧说，要“晴带雨伞”。这中间其实蕴藏了质朴的风险管理思想。在艳阳高照的时候带把雨伞，难免会增加麻烦、带来议论；但是，真当大雨来袭时，雨伞的作用就自然显现出来。

个人如此，金融机构的经营也是如此，银行的风险管理体系就是其雨伞。而银行风险管理体系是否稳健，决不仅仅是银行自身的事情，因为银行到目前为止依然支配了全球金融资源的绝大部分，因而其风险管理状况直接影响到经济增长的平稳。

在经济繁荣时期，好银行与坏银行基本上见不到太大的区别，大家都能够在全面上扬的经济中赚取利润。一旦经济危机来临，风险管理体系运行良好的银行也会受到冲击，但是这些冲击基本上是在可以承受的范围之内，撑开在艳阳高照时候准备的雨伞，也还能够遮蔽风雨。

在这一次发端于网络经济调整的全球经济下滑之际，人们担忧美国经济的下滑，会带动那些已经向网络经济部门投入大量贷款的美国银行业经营状况的迅速恶化，进而带动美国乃至全球金融市场的大幅下滑；同时，人们也担心东亚经济的快速衰退，会使得在这个地区投入

大量资金的美国商业银行遭受重大的经济损失，进而威胁到美国银行业在本土和全球的金融资源的调动能力。

这种担忧并不是杞人忧天。在1997年的亚洲金融危机中、在此前的多次美国经济大调整中，美国的银行基本上都是首当其冲遭受危机的打击者。美国的银行业由于在爆发危机的地区、在大幅衰退的部门投入大量贷款，必然在危机中形成巨额的不良资产，而巨额不良资产的形成直接影响到银行的经营状况。一些管理不善的银行还会出现危机，勉强能够渡过难关的银行也是在危机中苟延残喘，不敢大力开拓业务，这必然又延缓了经济复苏的到来。

但是，这一次美国经济如此大规模的调整，这一次东亚经济如此大幅度的衰退，美国的银行依然应付自如。

一、美国银行业的"早知今日"：在10年之间建造了完备的风险管理的"雨伞"。这一次在美国的银行业中到底发生了什么？

这是因为，美国银行业汲取此前的教训，建立了完善的风险管理体系，在晴天的时候，他们准备了雨伞。

例如，为了控制贷款的过分集中，美国银行业都有翔实的产业集中度的风险控制、总体风险水平的控制，并且建立了完善独立的风险识别、衡量和监控体系。为了防止银行资金以过长的期限、过大的金额集中在特定的客户和产业，他们根据自身能够承担的风险状况，大力推行了贷款的证券化、贷款的部分或者全部的拍卖和转让。

于是，金融网络和通讯等行业在此次经济波动中出现了大幅度的调整，尽管美国银行业在这些行业大都投入了巨额的资金，但是，美国银行业这一次控制了不同产业的总体风险，在风险超出自己承担能力时，他们将超出风险承担能力的部分转让了、拍卖了、证券化了。其他愿意、而且能够承担这些剩余风险的投资者为了获取相应的收益，积极

地在自己的风险承担范围内购买了这些贷款。当这些行业大幅调整时，银行承担的风险十分有限，购买贷款的其他机构、特别是购买贷款化证券的投资基金自然会出现亏损，但是由于参与投资的人数众多、这些机构的投资风险控制在自身能够承担的范围内、同样的损失是由更多的人分担等，因而每个投资者的风险损失就轻微得多。

这一次，美国银行业也继续在东亚活跃地参与金融活动，但是，东亚的经济调整没有对他们形成太大的冲击。因为，在1997年的金融危机之后，美国国际性银行大都建立了完善的国家风险管理体系，独立地核定不同国家的业务风险，将这些风险控制在自身能够承担的范围内，而且积极地利用对冲等方式尽可能地管理业务中的风险。

美国银行业的这些风险管理系统和技术方面的投资在经济繁荣时期可能并没有明显的好处，而且还可能说是在浪费宝贵的资源，实际上银行开发一个单独的风险管理体系，可能就要花费数十万、上百万美元的费用。

但是，似乎是为了证明这些风险管理的巨额投资并不是白费，新经济的剧烈调整开始了，东亚经济的快速衰退出现了。

在这样大的冲击面前，目前不良资产仅仅占到美国银行业资产规模的2.4%；而在10年之前调整幅度还没有这一次剧烈的经济调整中，美国的银行业的不良资产甚至达到了6.4%，一些中小银行还出现支付困难，一些世界知名的大银行也出现了巨额的亏损，直接冲击了美国经济的恢复。

十年之间，因为风险管理体系发展上的巨大差异，美国的银行业的表现也有了巨大差异。

二、东亚银行业的“恨不当初”：风险管理还要从头再来

但是，这一次经济调整对于东亚银行业的冲击确实明显得多：不良

资产迅速上升、盈利能力明显下降。

差别是如何形成的呢?

在1997年的金融危机中,东亚银行业也曾经反思过:政府过分干预的银行体系、不完善的金融市场体系、僵化的外汇市场和汇率决定体系等。经过反思之后,这些国家也曾经决定要大力推进金融业的改革,要着手完善银行业的风险管理体系。

但是,很快地,美国新经济的繁荣带来了东亚经济出口的快速上升,一时间,银行业的经营状况迅速恢复,亚洲经济状况也实现了快速的恢复性增长。

真是福祸相依,东亚经济因此失去了一次全面结构调整的机会,东亚银行业失去了一次全面检查风险管理体系、完善风险管理体系的机会。

当经济调整再次来临的时候,东亚银行业真是有恨不当初的感觉了。在不断攀升的不良资产数字面前,东亚银行业付出了代价,东亚经济也付出了代价。

现在,强化风险管理体系已经成为亚洲金融业的潮流。尽管亚洲银行业在发展风险管理体系时存在风险信息基础薄弱、风险管理专业人才欠缺、市场环境不完善等多个方面的困难,但是,东亚银行业在风险管理方面毕竟开始全面起步了。其中一个重要的指标是,东亚地区风险管理人员的薪金收入水平直线上升,据调查,亚洲地区大型银行高级风险管理经理的平均年薪已经达到接近20万美元,这已经是相当令人注目的收入水平了。

这几天见到一位学者评论2001年发布的巴塞尔新资本协议的文章,他在列举了落实巴塞尔新资本协议所需要投入的资源等之后强调,事实上没有谁需要巴塞尔新资本协议,除了监管者。

我猜想,他可能是在经济繁荣时期完成这篇文章吧,或者主要是在书斋中。

反观中国的银行业,风险管理体系的建设还处于一个十分幼稚的

阶段，我们为此付出的代价有多大，划转到各家资产管理公司中的巨额不良资产、银行体系总体上极其低下的盈利能力等都是鲜明的表现。由于缺乏一个完善的风险管理体系，在经济繁荣时期银行系统往往忽视风险的存在而显得张狂而快速扩张，在经济调整时期则常常是无能为力、经过多方努力依然是不良资产继续上升等。这不仅影响到银行业的竞争力，也迫使中国政府不得不动员大量宝贵的资源来填补漏洞。导致这种状况的因素当然不少，但是风险管理水平的低下是一个必然的原因。

苏轼有词云："但屈指，西风几时来，又不道，流年暗中偷换。"在经济周期波动和产业盛衰循环的暗中偷换中，银行体系是否能够及时完善风险管理体系，往往是决定银行体系在西风再次来临时表现的关键因素之一。

金融财政

一个物理学家、一个化学家和一个经济学家漂流到孤岛上，十分饥饿。这时海面上漂来一个罐头。物理学家说："我们可以用岩石砸开罐头"；化学家说："我们可以生火，然后将罐头加热"；经济学家说："假设我们有一个开启罐头的起子。"

——萨缪尔逊讲过的一个故事

由于各类隐性及或有债务的规模及期限看不清楚，如果各类债务交织在一起，同时对国家财政产生支付压力，则可能会在短期内迅速提高实际债务负担率，引发财政危机。而财政危机的爆发，则可能迅速传染到经济体系的其他领域。

论财政危机的传染效应

中国财政收支存在的危机隐患，已经成为经济学界共同关注的话题。我们在讨论金融领域等问题导致财政收支方面的问题时，通常容易忽视财政危机本身也会对其他领域的运行和改革产生多方面的影响。我们可以将其称为财政危机的传染效应。

中国改革开放以来财政收支的困境愈演愈烈已经是有目共睹了。在过去20年的改革开放过程中，中国国家财政收入占国内生产总值(GDP)的比例从1979年的28.4%下跌到1995年的10.7%，然后稍微上升到1999年的14%。这样的比例远远低于发展中国家的平均值32%。特别是，中央政府可支配的财政资源所占的比例更是巨幅下跌。在1979年中央政府支出占GDP的比例为16.2%，但到了1996年只有3.2%，此后微幅上升到1999年的5%。而1999年的比例之所以上升，很大一部分是发行国债所得，政府在未来将面临庞大的债务负担。

以这么有限的财政资源，中央政府却必须支付极为庞大的各项改革费用。根据世界银行1997年的报告，包括医疗、教育、扶贫、年金、基础设施及环境保护在内的极为重要财政支出项目，中国每年至少短缺GDP的4.6%，相当于中央政府在1997年总预算的135%。布鲁金斯

研究院的经济学者拉迪(Nicholas Lardy)估计,由国有企业负担的社会福利开销日后必须转移到中央政府部分的高达每年 GDP 的 3.3%,相当于中央政府在 1997 年的总支出。此外,世界银行估计从 1995 年到 2004 年中国在基础设施方面至少需要投入 6 万亿人民币,相当于 1995 年一年的 GDP。

同时,必须注意到的是,中国的财政支出中还有相当部分是没有计入正常显性财政收支的隐性负债,这主要包括一些应当由财政承担但是财政由于种种原因没有承担的债务,如财政欠发的工资、粮食经营亏损性挂账、国有金融机构不良资产以及养老保险金欠账等等。根据世界银行的估计,中国的所有政府债务(包括显性及隐性债务)积累已经达到 GDP 的 100%。尽管债务的偿付不会同时发生,尽管债务的偿付还有其他形式(例如,出售部分国有资产),但是,由于各类隐性及或有债务的规模及期限看不清楚,如果各类债务交织在一起,同时对国家财政产生支付压力,则可能会在短期内迅速提高实际债务负担率,引发财政危机。而财政危机的爆发,则可能迅速传染到经济体系的其他领域。

一、从财政危机对于金融市场化改革的传染谈起

著名金融学家麦金农指出,没有一个高效率的、有力的财政,金融市场的自由化、市场化就不可能持续顺利地推进。这一论断就触及了财政危机对于金融市场化改革的传染效应。

如果说在改革开放以来,中国货币化进程所产生的铸币收益等还能够支持相对虚弱的财政下的金融市场化的话,那么,在中国的货币化进程基本完成之时,虚弱的财政对于金融市场改革推进的制约就更为显著了。

因为财政的虚弱,财政无力提供足够的财力支持解决国有企业的亏损问题,于是,逃废银行债务的行为、人为压低利率以确保贷款的主要获得者获取市场利率与管制利率之间的隐性补贴的行为、被迫通过

债转股形式等变相为国有企业输血的行为就纷纷出现。这些行为和现象，无疑加大了国有银行的经营负担，阻碍了银行业的市场化改革。

银行资产的快速膨胀，以及经营中不可避免地出现的一些不良资产等，都要求银行需要及时地补充资本金，但是，虚弱的财政不能提供这一及时的支持，在银行普遍缺乏上市等筹资渠道时，银行资本金充足率的低下就是必然的问题。

在财政出现收支困难时，在中国以国有银行为主导的金融结构下，国有银行自然被迫承担一些财政性的职能，这就是所谓“吃了财政吃银行”，将银行作为“第二财政”来使用的必然结果。银行的国有性质，兼之银行问题事关社会稳定的大事，因而不管银行的不良资产是否出于政府干预而形成，银行不良资产的冲销，都将直接或间接引起财政的减收增支；而一旦银行出现支付危机，其最后的支撑者就只能是财政。可见，在我国，金融风险必然最终转嫁到财政头上，金融风险的实质就是财政风险。

二、财政危机向养老保险制度的传染

基于中国特定的就业结构和国有企业的主导性地位，国有企业职工的养老保险事实上成为财政的隐性负债。但是，虚弱的财政不能给予养老保险以有力的支持，即使我们不考虑由此可能导致的社会不稳定而仅仅从养老保险制度的持续稳健运行来看，虚弱的财政也已经成为养老保险制度健康维持下去的硬性制约。

合理的推论是，在缺乏财政的有力的支持下，当前中国的养老保险制度若照目前状况发展下去，将面临严重的财务危机。要解决这一严重的问题，一定要从财税等方面入手，通过调整财政支出结构、开辟新税收来源等措施，逐步消化数额庞大的隐性债务。根据国务院体改办经济体制与管理研究所和美国安泰保险公司对国内养老保险隐性债务进行的

精算结果显示，若按目前企业和个人的缴费率、退休年龄、投资回报率计算，在未来三十年，中国将负担近7.6万亿元人民币的隐性债务。

为了维持当前的养老保险制度的持续运转，许多学者提出了不同的解决办法，如采用多种途径筹资，弥补隐性债务：首先是调整财政支出结构。二是开辟新的税收来源。可考虑开征新税种或附加税值增加资金来源。三是变现部分国有资产。变现国有资产可以采取股市变现、国有土地有偿使用收益、出售公有住房等。四是发行特种国债进行筹资，用于弥补隐性债务。

在采用其他方式都没有见到明显效果的时候，国有股的减持成为补充养老和社会保障基金的一个重要政策动机。财政危机向社会保障和养老保险体系传染的同时，没有恰当把握的国有股减持计划又将这一危机转移到本来已经十分脆弱的中国股市。

根据当前的国有股减持方案，以较低成本获取的国有股为了尽可能圈取更多的资金来补充养老保险和社会保障资金的不足（从政府的财政立场而不是从维持证券市场健康运行的角度看，这一理由无疑是相当充分的），采取了按照与流通股同样的价格参与市场流通，这一计划的推出已经导致了中国股市的绵绵阴跌和疲弱无力。在这里，财政危机通过传染到养老保险体系和社会保障体系，进而扩散到证券市场。

三、虚弱的财政诱发了不同形式的预算外收费，进而成为经济持续混乱和腐败的温床

因为许多领域的财政开支，正常的财政支出不能满足，于是，各种形式的预算外收费纷纷出笼，进而导致财政分配秩序的严重紊乱，预算外、制度外财力的过度失控和急剧膨胀。预算外和制度外财力的存在，尽管可以发挥某些特定的作用，可以弥补预算内财力的某些不足，但它们在一定程度上是以“挖”预算内为代价的。它们所形成的“乱收费”现象，不仅严重地破

坏了正常的财政分配秩序，而且极大地危害了经济发展和败坏了社会风气，因而是我国财政内部的“心腹之患”，是我国财政风险的一个重要病灶。

当然，财政危机的传染渠道远远不仅仅在于以上几个有限的领域，我们的分析主要还是局限在金融和财政的体系之内。至于财政危机对社会稳定、教育发展等的负面冲击，则不在本文的讨论范围之内，但是其影响无疑是相当严重的。

不再单纯注重市场准入的行政审批，转而从市场发展、控制总体风险的角度设定一个对于所有市场参与者都一致的、公平公开的游戏规则，不仅有助于提高金融体系的运行效率，同时也符合世贸组织对于政府行为的基本要求。

路灯、太阳与金融的行政审批

在行政审批和金融管制方面，路灯和太阳还真的可以作为一个意味深长的隐喻。

路灯照亮的范围具有随意性和选择性、局部性，主动靠近路灯、围着路灯转的，路灯才会照亮他；远离路灯的、不靠近路灯的，路灯是不会去照亮他的。

太阳则不是这样。太阳照亮的范围具有普遍性和公平性，早上太阳一出来，就是普照大地；傍晚太阳落山了，大家都见不到太阳了。这个结果对于大家都是公平的，过程也是公开的。

路灯性质的行政审批，是注重小范围的、市场准入方面的审批，往往带有浓厚的权力色彩，而太阳性质的行政审批，则是制定统一、公开、对于所有市场主体一致的游戏规则。相比之下，太阳性质的行政审批更受到市场的欢迎，更有助于提高市场的运行效率，而路灯性质的行政审批，则往往成为行政审批部门追求局部权力、乃至进行市场寻租的努力方向，而显然这种性质的行政审批是不利于市场发展的。

无论是在金融界还是其他领域，行政审批都是政府介入市场的具体表现形式之一，而无论是在理论上还是在国际经验方面看，如何在政府和市场、企业之间保持适当的平衡，一直是经济学的一个主要问题；

如何选择适当的行政审批方式和管制方式，则同样是金融监管领域的一个重要课题。

一、政府管制的产生及其在金融领域的发展趋势

从理论上看，政府的管制主要应当是针对市场的缺陷而采取的行动，而市场主要在以下几种场合经常会出现失灵：(1)竞争的缺乏；(2)外部性；(3)公共物品；(4)市场欠缺(missing markets)；(5)信息与知识的传递以及信息不对称。

政府进行管制可以采取四种举措，包括：政府采取直接行动；为私人部门提供激励；强令私人部门实施；以及上述方式的组合。不过，政府的管制行为同样也可能失灵，这主要是因为：(1)信息的不对称，政府对于市场的了解经常是不完备的；(2)激励不足与政府运行的效率问题，这主要是因为公共部门的激励问题较之私人部门问题缺陷更大；(3)政府对于管制举措出台之后市场可能采取的反应和对策是难以事前准确掌握的。

所谓管制，根据《新帕尔格雷夫辞典》的界定，是指“政府以公开的努力控制公司价格、销售及生产决策的措施，其目的在于防止那些未能充分考虑公众利益的私人决策的产生”。通常意义上的管制主要是指一系列行政审批和管制方法的运用，例如市场的进入条件等等。斯体格勒对管制的界定则是“通过运用某种强制性的政府力量改变市场结果的政策”。

无论如何界定管制，实际上各国都存在不同程度、不同形式的金融管制行为，采用这些金融管制可以由政府机关直接出面，也可以通过公司的自我约束来进行，不过，从发展的趋势看，金融管制已经日益从原来着重于控制市场进入、进而控制市场结构的结构性管制，转向引导金融机构完善经营管理制度的经营管理型管制，而且更多地在着手采用

市场的举措。

二、推动当前中国金融领域行政审批体制的完善和重心的转移

金融领域的行政审批，作为金融管制的具体表现形式和途径，在当前中国的金融市场运行中依然有相当显著的影响力。但是，从中国加入世贸组织之后对于政府行为的要求，以及全球金融业管制的发展趋势看，放松金融管制和行政审批、调整金融管制的重心已经是不可避免的趋势。

首先，应当明确监管与行政管制和审批的巨大差异。脱胎于计划经济体制下的政府机关，既可能出于对于管制和监管的误解，也可能出于对部门权力的追求，有时常常容易将行政审批、行政管制与监管混淆起来。监管应当是以市场活动为基础的，是以控制风险、保护公众（包括存款人、投资者、投保人等）利益、维护市场稳定为根本目标的，监管的主要途径，应当是通过制定必要的市场准入要求、经营管理的规范要求等举措，来达到控制风险的目的。

其次，根据监管的主要目标来清理行政审批。既然监管的根本目标在于保护公众利益、控制风险、维持市场稳定，那么，与此无关的行政审批应当交由企业自主确定，或者是由市场的自律组织来确定；与此相关的行政审批则应当精简流程，通过保持透明、公开的程序要求来保持市场对行政审批过程的监督。

有鉴于此，当前应当考虑：

第一，应当着手清理当前的行政审批，将不直接影响金融风险和公众利益的企业层面的决策权力交回金融机构。例如，金融机构的更名、变动营业地址、调整内部组织架构等决策，本来就属于企业自主决策的范围，并不直接影响金融体系的风险状况，因此此类行政审批改为报备制，由企业自主决定。

第二，金融机构分支机构的设立、调整、撤并等，是市场准入的一个重要内容。考虑到中国的地域广阔，情况复杂，而且当前中国的金融市场依然处于一个调整和整合的时期，金融机构分支机构的调整会比较剧烈，如果在此方面设定过于严格的行政审批要求，不仅会降低分支机构调整的效率，而且可能会制约金融机构分支机构布局的优化进程。仅仅以商业银行为例，目前每家国有银行的分支机构在全国范围内都超过万家，这些机构在未来的撤销、合并、迁址等活动必然会相当多，这是金融市场优化分支机构布局的一个重要内容，不应给予过多的审批限制。基于当前中国金融市场结构调整的现实，可以考虑，在分支机构总量不变、或者在一定的变化幅度范围内，根据监管机构设定的要求，金融机构可以自主确定分支机构的地址转换（如迁往市场潜力更大的地区）、自主确定分支机构的合并等，只需报备监管机构即可。

第三，基于市场自律组织的灵活性、专业性等特点，应当将原来的一些行政审批简化为自律组织的自我约束行为。例如，对于金融机构经营管理人员的资格考核、培训等，应当在监管机构提出基本要求的基础上，交由自律组织来组织落实。

第四，行政审批应当为市场发展留出空间。中国金融市场目前还是一个新兴市场，市场的发展会相当迅速，无论是市场总量还是金融创新都会经历快速的变化过程，因此，行政审批不应成为制约市场发展的阻碍，而应当为市场的创新留出空间。例如，应当改进对于黄金、白银的行业管制，为中国的黄金和白银市场的发展留出空间；商业银行经营新的中间业务和其他一些新业务，其经营的收益与风险首先是由开发这些新产品的金融机构自主承担的，只要这些新产品没有影响到总体的风险控制和市场的稳定，监管机构就不应过多采用行政审批的形式，而应更多地采取核准或者报备的形式。另外，对于日益兴起的网上交易，在只是提供现有的金融业务时，应当给予更为宽松的监管政策。

第五，行政审批的重点，应当从过于注重市场准入的行政审批，转向设定公开的经营管理制度方面的要求，更多地遵循市场运行的规律。

这也是国际范围内金融管制发展的一个重要方向。监管机构不再单纯注重市场准入的行政审批，转而从市场发展、控制总体风险的角度设定一个对于所有市场参与者都一致的、公平公开的游戏规则，不仅有助于提高金融体系的运行效率，同时也是符合世贸组织对于政府行为基本要求的。

如果中国经济步入快速增长的扩张阶段，同时在银行界广泛实施巴塞尔资本协议所要求的资本金约束，那么，就会显著地制约银行的贷款扩张能力以及中央银行扩张性货币政策的顺利传导。

中国执行巴塞尔资本协议的义务和所受影响

当前，由国际清算银行发布的以巴塞尔协议为代表的一系列监管原则和要求，已经成为国际范围内广泛遵守的金融监管原则，无论是1988年发布的巴塞尔协议，还是2001年初颁布的巴塞尔新资本协议框架，都坚持了强调资本金充足水平约束的原则和思路。中国作为国际清算银行的会员国，本身就有执行相关协议的义务；随着中国加入世贸组织之后，必然会有更多的外资金融机构进入中国市场，因而可以预计以强调资本金充足率为重要约束标准的巴塞尔协议和相关原则会在中国得到广泛的应用。基于当前中国银行业所存在的资本金水平不足、资本金补充渠道不畅等问题，为了提高中国商业银行的市场竞争能力和抗风险能力，积极提高中国商业银行的资本金充足水平也会成为推进金融改革中的一个重要举措。

那么，以强调资本金充足水平为基本原则的巴塞尔协议在中国金融界的广泛实施，在影响到中国金融界的风险管理理念和监管框架的同时，是否也会对中国的货币金融运行产生多方面的影响呢？

一、资本金约束已经成为一个重要的货币政策传导渠道

在通常的货币金融教科书中，货币政策传导的一个主要渠道，就是准备金及其变动。在传统的货币政策模型中，中央银行可以通过准备金的变动在银行体系转变为倍数的货币供应量，从而实现货币政策的目标。在准备金水平相对较高、对金融资产的覆盖面较广、金融创新并不十分活跃的金融市场中，这一渠道应当说是基本行之有效的。

但是，随着全球范围内准备金水平的逐步降低，以及不同金融机构之间竞争推动的金融创新导致需要提取准备金的金融资产减少，在传导货币政策方面准备金的影响力在显著降低。随着中国金融市场的发展以及准备金水平的稳步下调，这一趋势也体现得比较明显。

与此同时，以巴塞尔资本协议为代表的对于银行资本金充足水平的要求和约束，在明显影响到银行的经营行为和风险管理偏好的同时，也开始成为金融体系实施货币政策的关键因素之一。

由于在以巴塞尔协议为代表的资本金约束框架中，维持充足的资本金水平成为银行经营管理和外部监管的重要约束条件之一，因而这一风险管理理念的变化会直接影响到银行的资本金战略、存贷款行为，进而直接影响到货币政策的传导效果；而货币政策正是通过影响银行的资本金最优化决策和存贷款决策，来影响货币供应量的变化。

具体来说，资本金约束对于货币供应量和贷款成本的影响是不对称的。例如，当银行已经达到资本金约束的限制区域，则即使货币当局放松贷款政策、或者降低贷款利率时，银行也不能按照中央银行的政策预期扩大贷款或者降低贷款利率水平；与此相对照，中央银行实施紧缩的货币政策时，则银行受到资本金约束的可能性减少，从而获得政策往往较为容易达到预定的政策目标。换言之，资本金约束往往容易在货币政策扩张时期使得政策传导的效率降低，而在货币政策紧缩时期的

传导效率相对较高。

二、银行资本金充足水平的决策与外部宏观经济金融因素密切相关

在简化的银行资本金水平的分析中，银行究竟选择持有何种水平的资本金，无非是在外部监管机构的稳健性监管要求与银行股东的风险偏好和回报要求之间平衡的结果。如果银行持有的资本金水平相对较高，能够较为容易地达到监管当局的外部监管要求，但是银行的股东会指责经营层对于资本金的运用不充分，从而会影响到资本金的收益水平。

从全球范围看，在实施以巴塞尔资本协议为代表的监管框架的国家和地区，银行的资本金充足水平通常会比8%这一国际水准高出较大的幅度。据统计，1996年10国集团的银行平均资本金充足水平为11.2%，中国香港地区银行业的平均资本金充足水平近年来也一直保持在15%左右波动。研究表明，在存在资本金约束的条件下，银行通常会持有较之监管者所要求水平更高的资本金充足水平，以便宏观当局在比较突然的情况下扩张货币政策时可以相应扩张贷款。

与上述趋势相一致的是，如果银行预期未来贷款会增长，那么就会相应增大对于资本金的持有。事实上，在经济扩张时期，银行的资本金充足水平相应会上升。

从银行的融资结构来分析，如果银行预期外部融资的净成本会上升，那么，银行就会减少资本金充足水平。由于小型银行的外部融资成本相对较高，因而其资本金水平也就较小。这也是推动银行重组和合并的重要动力之一，因为银行规模的扩大会降低银行的筹资成本，从而有助于提高资本金水平。

同时，金融市场是否稳定也是影响银行确定资本金水平的一个重要因素。如果外部需求的波动相对剧烈，银行持有的资本金水平也会

相应上升。

金融市场的结构特征也是影响银行资本金水平的一个外部条件。如果银行市场的竞争性增强、垄断性减弱，那么，贷款市场的弹性增大，银行通常会减少资本金的持有。

当然，银行股东及董事会所确定的资本金战略，也是影响银行资本金水平及其业务发展空间的重要因素。例如，如果董事会确定要派发较高水平的股息，就会减少当前的资本金水平，从而约束下一时期的贷款扩张能力。

三、中国推广实施以资本金充足水平为关键的巴塞尔协议会对经济运行产生多方面影响

如同任何已经广泛实施巴塞尔协议的国家和地区一样，强调资本金充足水平约束的原则会对经济运行产生多方面的影响，这主要表现在货币政策通过资本金约束渠道的传导在紧缩和扩张时期的不对称性；同时商业银行根据特定的内部和外部条件所采取的资本金战略，也会影响到银行贷款扩张能力和风险偏好，从而影响到货币供应量的波动状况。

当前，即使参照1988年的巴塞尔协议，资本金水平不足的问题在中国商业银行中依然在较大范围内存在，因此需要进行较大幅度的资本金补充。在资本金补充渠道缺乏（如上市渠道不畅、财政补充能力有限等）的环境下，银行如果主要依赖自身的盈利能力来补充的话，不仅需要持续较长的时间才能满足8%的资本金要求，而且可能会对银行的贷款扩张能力形成持续的制约。由于中国经济当前尚处于结构性的调整和周期性的收缩时期，资本金的约束效果还不明显；如果中国经济步入快速增长的扩张阶段，同时在银行界广泛实施巴塞尔资本协议所要求的资本金约束，那么，就会显著地制约银行的贷款扩张能力以及中央银行扩张性货币政策的顺利传导。

2001 年颁布的巴塞尔新资本协议在坚持资本金约束原则、继续覆盖信用风险的同时，进一步纳入了市场风险和操作风险，并且提出了实施难度不同的风险识别和衡量方法；考虑到中国商业银行的客户基础和风险管理现状，资本金不足的问题将会更加突出，如果中国按期实施这一新的协议，其可能的对于经济扩张政策的制约作用将会更为明显。

同时，2001 年颁布的新资本协议在客观上还有加剧经济周期波动的效果，这主要是因为新的资本协议强调风险衡量方法的敏感性（risk－sensitive）。在经济收缩时期，银行的资产质量下滑，一方面要求银行提取更高的准备金，同时也要求银行配置更高的资本金，从两个方面收缩了银行的贷款扩张能力；而在经济上升时期，银行的资产质量改善，在降低准备金要求的同时，也降低了银行所需要配置的资本金的要求，从而双重放大了银行的贷款扩张能力，这显然会加剧经济的波动。这一点对于全球的银行业都普遍存在，但对于中国来说，银行在社会融资中占据主导地位，使得这种加剧周期波动的效应在理论上会更为明显一些，因此，从监管角度采取对冲性的举措（如要求银行在经济扩张时期增提准备金）在宏观上具有减少经济波动的效果。

从微观主体具体经营操作的环节上看，金融控股公司所运作的各种手段可能都是合法合规的，是分别符合银行、证券、保险等不同监管部门制定的游戏规则的，但其实质后果往往会产生宏观意义上的风险。

金融控股公司的风险何在？

目前，金融控股公司的发展不仅在亚洲、而且在全球已经成为一个引人注目的现象，在充满机遇和挑战的新兴市场上，金融控股公司能否获得健康发展，其基石和前提并不仅仅在于具体的组建方式、业务范围等因素，而更多地取决于是否能够构建一个灵活、有效的风险监管框架；如果失去了这个基石和前提，金融控股公司的快速发展反而可能成为引发金融市场灾难的导火索。

一、国际范围内对金融控股公司监管重点的基本看法

随着金融控股公司对金融市场运行的影响力日益提高，如何加强对金融控股公司的风险监管也日益引起广泛关注，许多国际性的金融组织在这个领域开展大量有价值的工作，形成了国际范围内对金融控股公司风险监管的基本看法。

1983 年，针对金融控股公司的风险监管问题，巴塞尔委员会率先提出了“合并监管”的概念。1992 年，巴塞尔委员会又提出了“合并监管”的 3 项主要内容：(1)监管当局应能够得到金融集团的合并财务信

息，并对其可靠性作出评估；(2)监管当局应当有能力防止金融集团内部过于复杂的下属关系和结构，以避免这种状况影响集团合并财务信息的真实性；(3)监管当局应当有能力防止银行集团利用法律框架的不完善性，通过建立国外分支机构绕过监管要求。

1999年2月，巴塞尔委员会、证监会国际组织和国际保险监管协会就多元化的金融集团的监管进一步达成共识，联合公布了《多元化金融集团监管的最终文件》。其基本精神是：(1)继续坚持"分别监管"的要求，同时，各个监管当局提出的单一资本充足的要求仍然有效；(2)提出度量金融集团整体资本水平的基本原则与计算方法；(3)强调不同监管当局之间的协调与合作，同时建议针对金融控股公司确定主要监管机构，作为金融集团的主要监管当局。

参照上述国际性的监管原则，一个完整的金融控股公司风险监管架构至少应当包括：完善的法律体系，对资本充足比率的监控，对分别监管基础上合并监管的基本要求，对关联交易和利益冲突的监管、市场准入和退出机制的建立，对内部资金流动和财务杠杆比率的监控，对可能引发的局部投机泡沫的监控，对高级管理人员的任职资格和经营管理能力的监控，以及信息的及时充分披露等。

二、新兴市场金融控股公司风险监管的重点

基于新兴市场的许多特点，在对金融控股公司的风险监管方面，应当重点关注以下方面：

首先，要防范因为不同监管机构之间的沟通欠缺导致的风险。

尽管金融控股公司本身不直接从事银行、证券、保险等金融业务，但由于大部分资本投资于金融企业，其经营决策行为对金融市场直接产生影响，因此，应把金融控股公司列入金融监管部门的监管中。但是，在分业监管的情况下，为避免监管真空，应注重建立不同监管机构之间的高效率沟

通协调机制，特别是要注意对金融控股集团内部核心公司的监管；同时，对于金融控股公司可能出现的紧急性金融风险，不同监管机构要事前做出预警性的恰当安排。如果不同监管机构之间缺乏及时有效的沟通合作，那么，金融控股公司完全可以通过各种手段以负债资金投资子公司，可以通过各种手段以被银行审查合格的公司为载体从银行融通大量的资金，也可以通过各种手段以金融性公司和非金融性公司进行市场的投机，最终极易引发金融市场的投机泡沫。之所以说这种风险值得高度关注，是因为此种风险当从微观主体的具体经营操作的每个环节上看，可能都是合法合规的，是分别符合银行、证券、保险等不同监管部门制定的游戏规则的，但其实质后果往往是产生宏观意义上的风险。

其次，要防范因为监管法律体系不完善导致的风险。只有有了框架清晰的、针对金融控股公司风险监管的法律体系，才能保证金融控股公司能够在预定的法律框架下稳健运行。我们注意到，亚洲地区一些国家和地区，对于金融控股公司的多元化经营的法规还有待完善，发展金融控股公司的法律依据还有待明确，值得引起关注。

第三，要防止金融控股公司在市场准入和退出方面可能出现的风险。在市场准入方面，应制定一系列的量化准入指标如资本总额、资本充足率、资本流动性等，明确金融控股公司的设立条件和业务范围；在市场退出方面，应当注重事前在不同监管机构之间设计好应对方案，特别是对于金融控股公司子公司、以及分支机构的财务危机处理问题，必须对母公司给予子公司的援救行为作出一定的限制，必要时对于公司进行破产处理，防止由于对分支机构的援助而导致母公司倒闭，从而引发更大范围的金融市场震荡。

第四，要关注金融控股公司的资本充足水平及其波动状况。资本是保护债权人免受金融机构经营失败和偿付能力风险的缓冲器，同时也是盈利能力的象征，在金融控股公司体制下，母公司与子公司间的资本容易出现重复计算的情况，特别是金融控股公司的母公司和下属公司之间复杂的互相持股，可能会在资本充足问题上隐藏风险。与此相关联的问题是，由于

金融控股公司内部可能会形成一系列复杂的投资、借款、担保等信用链条，只要有一子公司经营稍有不慎，其风险就可能迅速传播到母公司或其他子公司。因此，监管金融控股公司的一个重要内容，就是应当参照《多元化金融集团监管的最终文件》中所推荐的度量资本充足率的方法，确立适合不同国家和地区的金融控股公司度量方法，科学地计量资本充足率，达到准确评价其总体健全程度的目的。

第五，要关注金融控股公司高级经营管理人员的资格审查和经营状况的监控。不同的监管机构通常关注的是其监管范围内的金融控股公司子公司的运作状况，对于金融控股公司曾经的高级经营管理人员关注程度不够，但是这些金融控股公司的高级经营管理人员同样又往往是下属被控股子公司的实际负责人，掌握了资金的调度权和日常经营决策权。因此，应当对金融控股公司的高级经营管理人员的任职资格进行严格的审查，在内部公司治理方面作出制度性的风险防范安排，同时对其经营管理状况进行严密的监控。

第六，建立及时、有效的信息披露机制。金融控股公司的信息披露包括许多方面的内容，但是其中的重点之一，应当是内部的关联交易，应当要求金融控股公司对组织结构和重大的内部交易进行披露，特别是披露那些将对集团财务健康带来不利影响的内部交易，并监测这些内部交易的规模和水平。另外，由于金融控股公司在不同国家和地区、不同行业从事不同的业务，适用的会计准则、会计年度存在很大差别，不利于及时、准确地掌握集团的会计财务信息，因此，应当在金融控股公司的会计并表准则和税法方面制定清晰的规则，增强内部交易的透明度。

金融业就是通过承担风险来获得收益的行业，风险并不可怕，因为金融市场上的风险是金融机构收益的根本来源；可怕的是对风险缺乏有效的识别、衡量和监控体系。对于金融控股公司的风险监管同样也是如此。

（本文根据作者2002年10月25日在第八届亚洲证券论坛上的发言整理而成）

亚洲金融危机中，韩国是应对能力最强、恢复也最快的国家，其重要原因之一是韩国在经济起飞阶段形成了一个庞大的社会中间阶层。中间阶层的金融服务需求直接推动金融业的发展，支持了金融业的创新。

中间阶层的兴起对金融服务业走向意味着什么？

中间阶层的兴起在中国已经成为一种不可阻挡的发展趋势，而中共“十六大”提出的全面建设小康社会、扩大中间收入阶层的举措更会使这一剧烈的社会结构的变革加速。

社会结构的剧烈变革必然影响到金融结构的发展。在中间阶层崛起的进程中，金融服务业也面临一个剧烈的调整。

一、中间阶层的兴起形成了庞大的金融服务需求

在社会学的研究视野内，现代的社会阶层结构应当是两头小、中间大的橄榄形等级结构，它有庞大的社会中间层；而传统的社会阶层结构通常是顶尖底宽的金字塔结构，极少数人居于社会的上层，而绝大部分人则处于社会的下层。历史经验表明，在社会中间层规模大的社会，社会资源的配置一般都比较合理，经济社会分配差距比较小，社会各阶层之间的利益矛盾和冲突一般都不会很大，这样的社会最稳定。

占有和可能支配的金融资源的多少，往往也是衡量社会阶层结构的一个重要观测指标。在现代社会结构中，与橄榄形的社会结构相一

致，金融资源的占有和支配也通常是两头小、中间大的结构。中间阶层的金融服务需求直接推动金融业的发展，特别是在规模经济明显的金融业，大规模中产阶级的金融服务需求直接支持了金融业的创新，信用卡、支票、基金和证券投资等金融服务需求正是在大规模中间阶层的需求推动下形成的。从整个金融结构看，这种橄榄形的金融结构也相对稳定，局部的波动不会对整个金融体系形成剧烈的冲击。而在传统的金字塔社会结构中，金字塔尖的少数人群支配了大部分金融资源，这些少数人群的金融服务得到了很好的满足，但是其资产配置的波动对于整个金融结构的影响相当显著；与这些处于金字塔尖的少数人群相对应的，是处于金字塔底部且控制了相当少金融资源的社会下层，这些社会下层能够支配的金融资源十分有限，得到的金融服务也不充分。在金字塔结构下的金融结构，必然是容易受到外部冲击的影响的。

通常被广泛引用的例证，就是亚洲金融风暴中韩国和印度尼西亚的不同表现。研究表明，亚洲金融危机中，韩国是应对能力最强、恢复也最快的国家，其重要原因之一是韩国在经济起飞阶段形成了一个庞大的社会中间阶层；与此形成鲜明对照的是，印度尼西亚受到相当剧烈的冲击，其重要原因之一就是与印尼社会缺少一个庞大的社会中间阶层有关，金融结构的稳定性相对较低。

改革开放以来，伴随着中国经济的持续快速增长，社会结构也迅速变化，与发达国家相比，现代化社会阶层结构的基本构成成分在中国已经具备，凡是现代化国家所具备的社会阶层，都已经在中国出现，但是，中间阶层的比率相对较低，无疑是一个相当突出的缺陷。据统计，目前能够纳入中间阶层的就业人口所占比例不到20%，这与西方国家至今40%的比例还有较大的距离。有专家测算，至今中国中间阶层的比例大约占18%，今后20年每年提高一个百分点，就可以达到38%。

这个社会结构的迅速变化，相应会带动金融结构的变化，从而为金融服务业的发展形成新的动力。在原来的社会结构中，因为少数人群支配了相当比率的社会财富，大部分金融资源为少数富裕阶层占有，这

种金融结构对于竞争性金融体系的形成、金融服务的创新都是不利的。而伴随着全面小康社会的逐步形成，中间阶层的兴起及其支配的金融资源的增大，金融结构必然发生相应的变化，中间阶层的金融服务需求进而会成为金融服务快速发展的重要推动力。

二、中间阶层将成为未来金融服务业争夺的主要客户群体

不同社会阶层的金融服务需求存在相当大的差异。收入水平相对较低的温饱家庭的资源主要用于满足生活需要，除此之外可以支配的金融资源十分有限；温饱初步解决、有部分储蓄的小康家庭基本上处于消费能力的积累阶段。至于富裕阶层，基本的生活需求和金融服务需求早已经得到较好的满足，变动的余地有限。因此，在整个社会结构中，只有中间阶层，其金融服务需求变动将最为剧烈，增长的空间也最大。可以预计，中间阶层将成为未来金融服务业争夺的主要客户群体。

在展望未来经济走势时，经济界常常通俗地说，中国完全能够继续保持20年的经济繁荣，推动社会进入全面小康，而未来20年经济繁荣的主要推动力，将是“房、车、路”。有车有房，是中间阶层的最为形象化和直观的描述。谁会成为住房和汽车的主要消费力量？

毫无疑问，正在崛起的中间阶层将是主要的市场力量。在中间阶层进行以住房和汽车为代表的消费行为时，金融服务业的市场格局将为之转变。一个最为简单的变化，将是面向个人的消费信贷将在整个金融业的资产中占据越来越大的比率，而在当前的银行业资产结构中，尽管消费信贷的发展得到多方扶持，但是消费信贷总体余额占据的银行资产总额的比率相当有限。其间的原因很多，但是缺乏一个厚实的中间阶层，是社会结构方面的原因之一。

仅仅以北京的房地产为例。从北京房地产市场的销售情况看，中间价位的住房销售情况最佳，中间阶层是主要的购买群体。据调查，不

少房地产商表示，他们的销售对象就是中间阶层。中间阶层买房，必然会采用消费贷款的方式。目前北京市场的购房人士通常选择八成20年按揭。一套160～180平方米的中间性住房，主要的购买者将是年收入10万以上的中间人群，这些中间阶层能够承担每月6 000元的按揭支付水平，如果按八成20年来倒推，房子的总价就在120万元左右。如同房地产商从中看到巨大的商机一样，稍微敏感一点的金融服务业无疑也会看到巨大的业务空间。

中间阶层的兴起对金融服务业的影响，并不仅仅表现在住房按揭方面，实际上在一些新金融产品的使用、存款结构的变化、结算工具的运用、新的投资需求的提出等，都是不容忽视的金融服务的潜在增长点。可以预计，中间阶层将成为未来金融服务业争夺的主要目标客户。

三、中间阶层的兴起将直接影响到金融服务业的发展趋势

为什么对小额存款进行收费在大多数发达国家和地区可以推行，而在中国市场上会遇到相当大的阻力？其中一个重要的原因，就是当前中国银行业的主要服务对象，还是传统社会结构下广泛的中低收入阶层，他们的收入水平本来不高，能够支配的金融资源有限，承担这种服务收费的能力也是相当有限的。

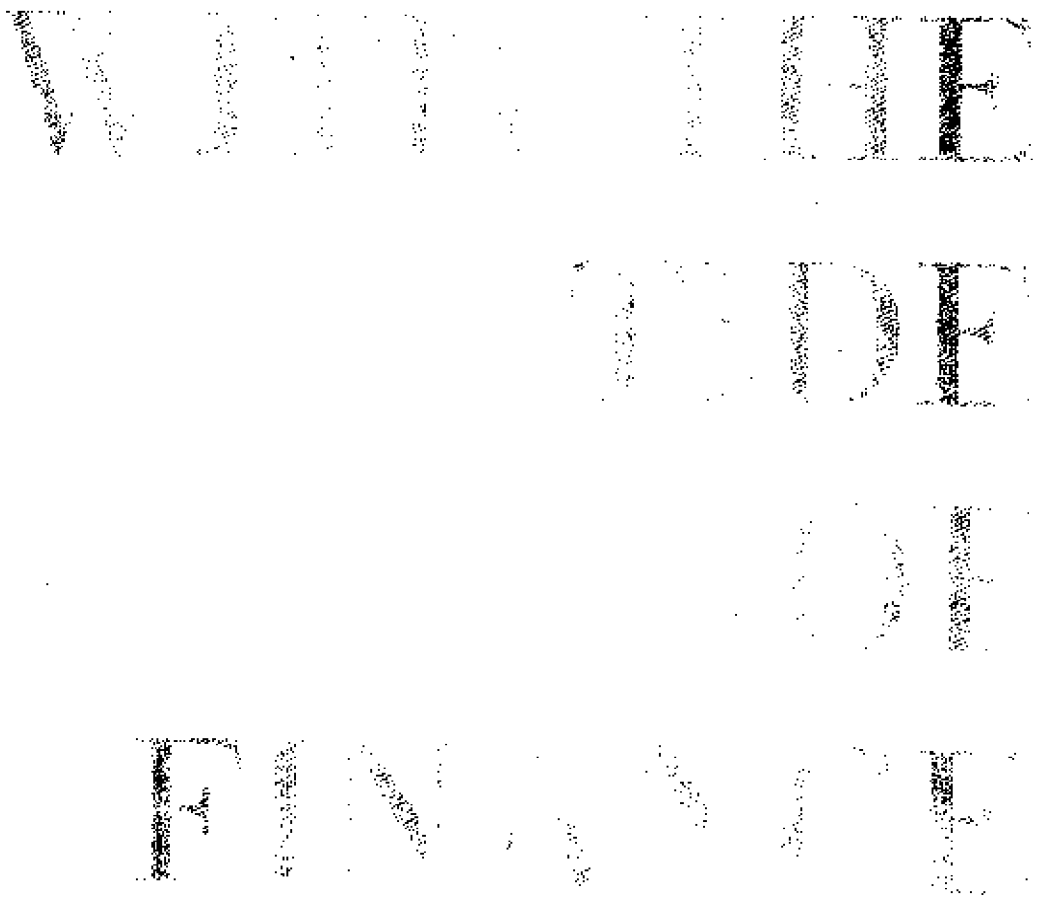
设想一下，如果有一个庞大的中间阶层的兴起，他将有足够的承受能力来为银行提供的额外服务支付费用，那么，不仅银行收费，包括银行的其他一些新服务，推出难度也会小得多。

中间阶层的兴起，带动金融结构中中间阶层拥有和支配的金融资源所占的比率扩大，势必推动金融业为中间阶层投入更多的资源来满足其金融服务需求。中间阶层相对接近的收入水平，使得其金融服务需求相对接近，便于大批量处理，这正好适应了金融业，特别是银行业的规模经济特征，吸引金融业开发更为便捷的金融服务方式。

例如，中间阶层通常是一个重视教育、重视旅游的阶层，教育贷款、旅游贷款的增长会有新的空间；中间阶层会注重在证券、银行和保险之间配置资源，保险和证券在吸收中间阶层的增量金融资源方面的潜力更大。不仅如此，中间阶层的投资行为和投资习惯也会对市场运作形成一定的影响。例如，中间阶层较注重投资而不是投机，中间阶层更多地进入证券市场，对于推动以理性投资为理念的市场投资气氛的形成无疑会有积极的推动作用。

中间阶层构成的变动对于金融服务的需求也会有直接的影响。据有关研究，中国市场转型前的社会，代际结构的特点是年长者占据高层职位，而文化程度较高的年轻一代则从事较低职位的工作。市场转型后的代际更替，年轻一代在社会整体结构中的地位在上升。伴随现代化过程社会结构的急剧变迁的，必然是传统中间阶级的解体。在这个过程中，新的中间阶层和老的中间阶层的金融服务的需求无疑会有大的转变。

实际上，许多国际性的金融机构将其主要目标客户放在正在崛起的中间阶层。这些国际性机构通常习惯性地将中国现阶段的中间阶层类比于欧美国家的中产阶级。由于中产阶级在欧美国家中占大多数且是国家的主要消费群体，因此，很多国际金融机构进入中国时，往往自觉地以本国的中产阶级为参照系，来确定其在中国的发展战略。但是，如果忽略中国新兴中间阶层与欧美中产阶级的差异，这些国际性金融机构在对消费群体的确定时必然出现偏差。美国密歇根大学的两位教授 C. K. 普拉哈拉德和肯尼思·利伯索尔对中国、印度等新兴市场进行深入分析后发现，中国新兴中间阶层的结构与西方的相差很大。以西方的中产阶级标准来看，中国现阶段的中间阶层中，只有中上层的消费水平能与西方的中产阶级相当，至于中间阶层的其余部分，还处于剧烈的变化过程中，而且其中相当一部分人的消费和金融行为极具不确定性，需要根据中国市场的发展环境进行具体的分析和判断。



银行

“经济学家在他们最为了解、也最易达成一致的领域，对政策的影响最小；而在他们最不了解、分歧最大的领域，对政策的影响最大。”

——Alan S. Blinder 的“摩菲经济政策定律”

如果不对中国银行业进行改革，那么所有的改革成果就会面临骤然间被危机洗掠得面目全非的可能。不正视问题的姿态并不意味着问题可以不存在或者蒸发。

无法回避的中国银行业改革

未来中国经济的繁荣需要国有银行顽强地活下去，用较之国有企业改革更为殚精竭虑的姿态考虑国有银行的改革和出路，已不能回避；未来中国民营银行作为草根金融的角色不能被先天地剥夺。

银行改革为什么难

改革开放20年给中国经济带来暖意融融的同时，造就了一块拒绝融化的寒冷坚冰，那就是中国银行业。

在2002年底，全球不少有影响的金融研究机构、评级机构不约而同地发表了对于中国银行体系的一系列研究报告，其中高盛公司在其2002年12月的研究报告中指出，中国的银行体系最值得担心的倒不是类似东南亚金融危机中东南亚国家的银行业所出现的摧枯拉朽般的倒闭风潮，最应当担心的倒是像日本的金融体系一样，因为迟迟不推出彻底的金融改革，不仅使得银行体系一蹶不振，而且还严重制约了日本经济的复苏和增长潜力的发挥。

穆迪公司在其2002年10月的报告中，指出中国的银行业在改革中扮演了一个十分重要的角色，并且是中国政府在制定其改革日程表时优先考虑的行业。这是由中国独特的改革路径所决定的：中国银行体系积存的高额不良贷款，实际上在很大程度上体现了经济转轨的成

本；中国政府如果要试图建设一个健康的银行体系，必须要寻求适当的方式和渠道为这些巨额的成本埋单，同时控制新的不良贷款在银行体系中产生。几乎所有的国际评估报告都认为，近年来中国银行业的改革进展甚微。

为什么中国银行业的改革这么难？其一，通过国有银行集中金融资源，以高度计划化的方式进行配置至今无退潮的迹象，银行资金被作为准财政资金使用的巨大惯性，使得银行业的市场化改革取向受挫；其二，当初国有银行业改革的推进者，很大程度上就是现在需要被改革的对象，因此"罗素悖论"再度浮现：谁为理发师来理发？谁能企望国有银行体制的最大收益者去触动和推进可能弱化其权力和收益的改革？

中国银行业已经走到了无法回避困难的境地：其一，中国银行系统的资本金实际已很少。其二，中国银行业的不良资产多，要对中国银行业进行注资，并使其恢复续存能力是一件极其昂贵的事情。我们认为在2007～2008年左右，是中国银行业整个不良资产开始全面暴露并趋于峰值的敏感年份。

格格不入的"官本位"

一切水落石出了：如果不对中国银行业进行改革，那么所有的改革成果就会面临骤然间被危机洗掠得面目全非的可能；不正视问题的姿态并不意味着问题可以不存在或者蒸发。就目前中国四大国有银行而言，最紧迫者在三点：一是转变以官本位为基础的激励约束机制，促使银行内部党政企分开，使银行具备可能形成公司治理结构的基本土壤；二是吸收外部注资，这种外部注资即可以来源于民间也可来源于外资；三是强化内部风险管理机制，使得银行的操作风险尽可能地降低。

官本位仍然是中国国有银行业目前最主要的激励约束机制，以官本位为基础的激励约束机制要么激励不足，要么激励过度。官本位制本质上是行政激励和约束制度，而非市场化的。如果行政激励是充分市场化的，那么官本位制相对于市场机制就是多余的；如果行政激励不

是市场化的，那么官本位制就只能使领导干部行为扭曲，即所谓“只要委员，不要美元”现象的流行。

更为可笑的还在于官本位还导致政府在“单一雇主制”的幻觉下，对甚至并不拥有产权的金融机构，也派出行政干部来实施行政控制和经营干预，官本位与中央把国有银行搞成真正的商业银行的意旨越来越格格不入。

自我拯救三条路

如果捉襟见肘的公共资金不能为银行业改革提供维系生存的注资，那么至少不要堵死国有银行自我拯救的一切可能。国有银行应该考虑通过分拆上市、存转股、存转债来补充资本金。

所谓分拆上市，就意味着国有银行必须进行集团化改组，集团内部至少应该形成以侧重于未来发展的好银行、侧重于作为银行内部剥离不良资产的坏银行（资产管理公司）以及侧重于混业发展的类投资银行（之所以称类投资银行，在于目前的框架仍然是严格分业的）三大块，这样作为好银行的一块，才有可能通过分拆的方式争取上市并获得外部融资。国有银行整体上市的可能性几乎不存在，一是海外资本市场难以吸引投资者接受这样的“好银行”，上市路途艰险；二是沪深股市目前风声鹤唳的状态决定了未来相当长的时期内，四大国有银行不可能整体上市。这样的集团化改组可以为国有银行上市创造条件，未来国有银行集团能否具有自生能力，取决于可能获得外部注资和相对甩出包袱的“好银行”，能够在多大程度上焕发青春并重塑自我积累能力，而这种“造血”的自我积累又能否和“坏银行”的清理和再出售不良资产的严重“失血”取得动态的平衡。

所谓存转股，就是改存款为股权。应考虑通过制度创新让私人部门参股到国有银行中来，例如可以给储户一个类似期权的选择，即他们或继续保持储蓄，或将储蓄转化为对国有银行的股权，如此则一石三鸟，一是银行在负债降低的同时股本金大增；二是民间投资也可得到有

效启动；三是避免了直接在沪深股市上市可能造成的动荡，私人部门的参与是较理性的选择。

所谓存转债，就是允许银行发行次级债券。这是目前启动中国债券市场和银行改革稍纵即逝的突破口。国有银行发债可以较为巧妙地回避一般工业企业的信用难题，毕竟国有银行发债的信用水准较之工业企业的为高，并且现在处于人民币利率的空前低位。因此，赶在利率市场化之前，为国有银行发行次级债券是非常有必要的。目前中国的空前低利率和债券市场的举步维艰，使得银行发行次级债券不仅融资成本低，并且可以激活债券市场。

民营银行可以"补血"

中国的基层金融正面临严重的空洞化危机。工行从网点最多时的4.7万个到如今只剩下2.8万个分支机构，撤掉的网点达到近两万个。四大行撤并县以下网点留下的空白远没有弥补。四大国有银行的"瘦身"和邮政储蓄对基层的资金"虹吸"，都使得原本困顿不堪的基层金融更加困难。目前难堪的资金"失血"现象有没有可解决的思路，这迫切需要民营银行能够进入政府的视野。

民营银行的设立可以缓解农村基层的资金"失血症"。作为大型银行的国有银行天然地具有资金"虹吸效应"，即更多地注重将全国范围内吸收的存款转移到经济发达地区使用，这使得本来急需资金的欠发达地区的资金通过大型银行的分支机构网络，被转移到资金已经较为充裕的发达地区。资金空洞化需其他资金注入，以社区银行为特色的中小银行具有鲜明的"根植社区、服务社区"的特点，而中国若能制定《社区再投资法案》，鼓励社区银行资金取之于社区，用之于社区，则可以在一定程度上缓解这个问题。遗憾的是，对民营银行能否在中国银行业中生存，人们似乎仍然充满疑虑，以为这样的思路是可以回避的。

关于民营银行能否设立存在诸多纷争，第一种说法是，国有银行的改革乃金融改革的主战场，而发展民营银行等等乃属于顾左右而言它。

第二种说法是，国有银行体系需要手术，而发展民营银行，有点像服用中药。在某位官员看来，银行业向内资开放的主要形式是吸引民间资本对现有的中小银行进行改造，这是手术；而从头建立民营银行见效太慢，只是一剂“中药”。中国银行体系存在的诸多问题“更需要的却是一次手术”。第三种说法是，既然国有中小金融机构搞不好，民营银行自然也搞不好，如若放开民营银行准入限制，即使可以避免新生银行再次成为“能人”们显神通、玩关系、圈钱的“烫手山芋”，可杜绝一些乡镇地区新生银行成为滋生黑恶势力或利益集团、家族势力把持、操纵的领地，也不敢保证不会重现“金融三乱”的局面。

种种纷争提醒我们，如果现在没有看好民营银行的气度，至少不应该缺乏20年前宽容民营企业存在那样，宽容民营银行存在的气度；或者说，至少我们应该有让民营银行上演哪怕是自生自灭悲剧的气度。

就第一种说法而言，将国有银行的改革绝对地放置在第一战场，乃是一种“三大战役”就是解放战争的逻辑。回顾国有企业改革的历程，如果在20世纪80年代，认为“搞活”国有企业就是企业改革的全部内容的话，似乎无可指摘，毕竟当时三资企业和民营企业还是凤毛麟角，外资多在观望，民营企业连拾遗补阙都谈不上。但20年过去，企业构成从国有企业“一柱擎天”演变到国有、民营和三资企业“三足鼎立”，没有民营和外资企业的迅猛发展，国有企业的脱困攻坚乃至击破垄断就会瞻前顾后，颇多顾虑。因此，如果当初眼中只有当时的“国有企业”，没有未来的民营企业和外资企业，那么目前国有企业就会更独木难支。现在银行业改革的情况又何尝不是如此，如果以为对四大国有银行的改革就是银行业改革的全部，对发展民营和外资银行过于轻描淡写，岂非漠视了国有企业已经历过的困境，甚至使国有银行的改革较之已进行的国有企业的改革更人为地曲折难办？

就第二种说法而言，金融改革需要重症下猛药，但在目前猛药不见踪影的情况下，对民营银行的发展至少应该有“勿以善小而不为”的宽容。即使以后有所谓猛药、大手术，那也总需要用药的君臣相济之道，

需要民营银行的存在和发展。

而第三种说法更是匪夷所思。勿庸讳言，民营银行的确会给金融监管带来许多难题乃至悲剧性事件。但一谈民营银行的风险，似乎民营银行就可以免谈了，如此将当年国有和集体基层金融的缺陷和失败直接作为民营银行可预见的缺陷和失败，只能说是奇谈。

未来中国经济的繁荣需要国有银行顽强地活下去，用较之国有企业改革更为殚精竭虑的姿态考虑国有银行的改革和出路，已不能回避；未来中国民营银行作为草根金融的角色不能被先天地剥夺。

回顾国有企业改革的20多年，如果当初我们因为国有企业当时还是压倒性的企业存在形态，民营企业当时还是十分弱小乃至罕见的企业形态，就否定了后者生存发展的必要性，那么后果不堪设想；如果我们现在武断地以为，四大国有银行的生存及其风险释放是压倒性的首要任务，民营银行是可有可无的陪衬，那么我们就可能犯严重的错误。

中国银行业经过了20多年的风风雨雨，已经到了不能靠虚与委蛇的小修小补就能迎来明天的时刻，中国银行业的改革，直接牵系到中国经济能否享有长久的繁荣。我们要突破前人，后人也必然会突破我们。这是社会前进的必然规律，未来中国的银行业，也势必应该突破现有银行业的种种雷区。

（本文与钟伟合著）

单一的、低下的、过分依赖抵押的贷款决策能力，可能导致的负面影响往往需要在多年以后才显现出来，比如对经济增长潜力的损害，对经济平稳增长的威胁等，这种影响不能漠然处之。

过分依赖抵押的银行贷款对经济增长的威胁

如果说从一粒沙子中可以看到一个世界，那么，对于处于社会资金运行中枢的银行来说，其贷款决策上的一些细节性的特征也往往能够使我们透视经济金融体系的全局。

现实的情况是，一段时间以来，维持对银行业的管制，特别是对于银行贷款的利率水平等的管制一直被视为理所当然的事情，但是，这种贷款的管制直接制约了银行贷款市场上的竞争。而没有竞争，银行的贷款管理能力就不能有效提高，银行也就不能独立地运用现代的风险管理方法对贷款进行风险的客观识别、衡量和控制，只能过分依赖一些传统的落后方法，其中主要是贷款的抵押。

而促成贷款抵押要求越来越高的直接推动因素，是近年来金融界大力强调对银行业的不良资产比率的监控（如有的银行片面强调新发放贷款要达到100%的优良），强调对信贷人员的责任追究（如强调贷款责任的终身追究）。于是，在缺乏相应的激励机制、缺乏对银行经营基本风险认同的前提下，银行业信贷人员必然会选择贷款决策的风险最小化，其中的一个重要表现，就是开始越来越关注贷款的抵押，以为有了抵押就免除了风险，就可以不用承担责任，这种对于贷款抵押的依赖甚至到了一叶障目的程度。

在市场经济调节下，银行在贷款的决策中，最为关注的是借款人能否偿还贷款，因而最为关键的是对贷款人本身的未来盈利能力、未来的现金流量、企业的管理能力进行独立的分析和预测，越是贷款管理能力强的企业，独立分析的能力就越强。随着现代风险管理技术的发展，许多大型银行通过搜集大量内部数量模型建立的贷款决策系统，可以在客户输入必要的基本数据后，在几分钟内决定一些类型的贷款。

与独立的评估盈利能力相比，抵押、担保等则是第二位的，只是一种预防性的风险缓释技术而已。银行要求贷款人提供抵押的目的，不是希望获得抵押的物品，而是为了促使借款人能够按期偿还贷款。过分依赖抵押、使抵押从手段变成目的、从第二位的决定因素变为第一位的决定因素，影响的不仅仅是银行业务空间的缩小，还直接影响到整个经济运行。

首先，过分注重抵押，忽视从企业本身的盈利能力分析，或者不能独立地进行这些方面的专业分析，必然会使得一些很有盈利能力的企业不能获得银行的贷款支持，这对于经济增长的潜力是一个打击。据调查，有的企业强调，现在企业与银行打交道，对方首先问你固定资产有多少？抵押物有多少？偏偏不问你产品订单有多少？市场占有率如何？小天鹅集团是在重庆靠餐饮起家的，现在国内有 76 个分支机构，在美国 4 家，被中国贸促会评为最有发展潜力的企业，作为“城市名片”推出。它在重庆地区的负责人说，到银行申请贷款时，同样遭遇了因抵押物不足而不能贷款的问题。随着现代经济人力资本的影响力不断增长，在许多知识型企业中拥有相当丰富的、高素质的人力资本，但是要他们提供一些可供银行抵押的资产，估计并不多，单说这些企业的盈利性往往相当好。

其次，一些国际银行业专家曾经总结说，过分依赖抵押，是日本陷入经济泡沫和通货紧缩最为关键性的银行方面的原因。如果这个判断属实，那么，银行贷款管理能力的低下、过分依赖抵押，还会直接威胁到金融体系的稳定。还是以日本为例。日本泡沫经济的形成，主要是在

企业不断购买房地产和股票，推动其价格上升，企业用这些房地产和股票来向银行抵押并申请贷款，然后用贷款继续购买房地产和股票。这种循环在银行十分依赖抵押的贷款决策程序下得以持续。事实上，根据日本经济企划厅的统计，在日本泡沫经济破灭以前相当长的一段时间，日本的许多企业已经在主业经营中陷入亏损，只能靠土地等的升值来勉强维持，如果日本银行能够稍微注意一下企业本身的盈利能力，就不会在泡沫经济中陷入那么深。统计资料显示，日本房地产价格与股价一样一直在缩水，一栋坐落在东京市郊不到 100 平方米的住屋，10 年前价值 6 000 万日元（约 50 万美元），现在仅仅值 1 500 万日元（约 12.5 万美元）。不断下跌的房地产价格让日本人觉得越来越穷。但是，到目前为止，东京的地价依然相当高昂，在东京稍微好一些的地区内，三居室住屋的价格依然高达 80 万美元，其中地价就占了 70% 左右。在高地价政策下，日本可以用于建设住房的土地只有 20% 用于建设房屋，其他的则大多在大型公司和个人手中。有鉴于此，有学者建议，日本经济要走出低谷，首先要日本的银行业体系进行改革，摆脱对于土地市场的过度依赖，不再过分依赖贷款的抵押，要注重对企业盈利赚钱能力的评估。

事实上，过分迷信抵押贷款造成金融危机，在经济发展史上已经有不少先例。1934 年，上海房地产价格的大幅下跌（大约下跌 30%）导致 60 家钱庄票号的倒闭；1971 年，英国因为过度重视抵押贷款，银行体系向房地产行业过度融资，于是在地产行业不景气时，必然陷入了一场危机。香港市场上，部分银行过分投入房地产抵押贷款，也是导致其在东南亚金融危机中深受冲击、至今不能复原的重要原因之一。

第三，抵押本来是决定贷款是否发放的第二位因素，在银行缺乏良好的风险管理能力，只能过度依赖抵押这种方式之后，抵押往往倒成了制约贷款是否发放的决定性因素，第一位的因素。这样，自然使得银行丧失了许多可以发放贷款并获得盈利的机会，也同时使得许多银行忽视了对于企业本身盈利能力、发展潜力的分析。于是，许多银行在企业

出现经营困难时不能主动采取行动，只能被动地持有一些难以处置、管理和维护还要花费大量精力的、原来以为是贷款安全保障的抵押品。

因此，不要说我们对于银行过分依赖抵押的激烈批评是小题大作，这一个银行贷款操作的细节，反映了金融体系运行的效率，反映了银行体系的市场化程度，反映了银行贷款风险管理能力的高低。显然，没有竞争的、维持贷款的管制直接制约了贷款风险管理能力的提高，而这种贷款管制的成本，这种单一的、过分依赖抵押的、低下的贷款决策能力可能导致的负面影响，许多是需要在多年以后才显现出来，比如对经济增长潜力的损害，对经济平稳增长的威胁等，但是这种影响又是我们所不能漠然处之的。

20世纪90年代以来，我国银行体系的存差就不断扩大，近年继续呈现出加速的趋势，存差余额已经由数百亿元迅速扩张到数万亿元。这一个相当引人注目的巨额数据说明了什么？

解读当前银行存差与“巨额资金闲置”神话及其隐忧

在扩大和培育内需的呼声之下，许多人们看来抑制内需增长的因素都受到关注和批评，其间有不少确实是批得其所。例如，对于投资的管制等等，但是也有不少是错误解读，其中最为突出的就是银行存差的扩大以及所谓巨额资金的闲置。

近期经济界一度流传一个十分耸人听闻的批评，那就是包括居民储蓄及其持有的现金、国债、外汇等在内的10万亿的民间资本闲置，其中的主体就是超过7万亿左右的所谓民间储蓄。实际上这些资本何尝闲置？所谓超过7万亿的民间储蓄实际上是银行资金的主要来源渠道，居民获得利息收入，银行用以发放贷款等资产运用，何谓闲置？居民持有少量现金，是满足正常的支付需要和流动性的需要；至于购买国债的资金，财政部不是用于积极的财政政策了吗？显然这是对于金融资产存量的一个误读。

如果说这个耸人听闻的10万亿民间资本闲置的误读还相对容易把握的话，那么，对于银行存差（存款余额大于贷款余额）扩大导致资金闲置的错误批评的分析和解读则相对要费一点功夫。

当前，中国银行体系的存差已经达到数万亿元，历史地看，20世纪90年代以来，我国银行体系的存差就不断扩大，近年来继续呈现出加

速的趋势，存差余额已经由20世纪90年代中期的数百亿元迅速扩张到数万亿元。这可是一个相当引人注目的数字。

这个巨额的数据说明了什么？深入的分析表明，我们并不能得出资金闲置的结论。简而言之，在中国当前这个特定的经济转轨时期，存差的出现和扩大有相当积极的意义，是银行体系从超额放贷转向稳健经营的重要信号，但是其间也蕴藏了不良资产居高不下、没有效益资金占用增多的隐忧。

一、存差的出现首先是传递了一个金融体系趋于稳健的、积极健康的信号

中国的金融体系长期以来是习惯于贷差的，发放的贷款远远高于吸收的存款，银行需要向中央银行借入资金来支持贷款的增长，这本身就是一个不正常的、对于金融体系的平稳运行不利的格局。目前银行体系开始出现存差，首先表明银行开始注重经营的稳健性，注重维持足够的流动性，不再强调超负荷经营，这当然是一个十分积极的信号。实际上，中国银行体系这种超贷的格局是与我国货币化进程相伴而行的。应该说，在较长时期内保持货币的超经济发行（表现在银行体系，就是大量的贷差）而没有引起大规模的通货膨胀，其重要原因就是中国的货币化吸收了超经济发行的货币。随着货币化进程的逐步完成，要继续保持这种贷款持续大于存款的格局是不可能的。

实际上目前中国的金融体系中，还是有一些贷差银行，其中主要是政策性银行，这些银行之所以近年来贷差不断增加，主要是因为政策性银行存款很少，主要靠向中央银行借款和发行金融债券发放贷款。

因此，严格地说，仅仅从存差或贷差的数据并不能说明更多的问题。在市场经济条件下，银行出于经营战略的考虑，可能会维持存差的格局，将资产运用于贷款以外的领域；银行也可能维持贷差的格局，这

可能是因为银行不主要依赖存款，而可能是发行债券等来支持贷款增长。据统计，从20世纪80年代后期到90年代中期，全美银行系统的非存款性资金占银行全部资金来源的比重已经由8%左右上升到30%左右，有的处于货币中心的商业银行基本上不依靠存款，而是主要通过货币市场来筹集资金。因此，对于存差和贷差的具体判断，需要结合具体的经济环境和特定的历史阶段。

从当前中国金融市场的具体环境看，在金融市场不断发展、银行的负债和资产日趋多元化的条件下，“存差”所能反映的资金流动越来越局部化，而且越来越不能完整地描述整个金融市场的资金流动状况。总体上看，商业银行其发展方向就是资产多元化，以便分散银行风险，提高银行效益，当然，要实现银行资产多元化，必须以一定的存差为前提。由此也可以看出，存差资金并未闲置，而是用于存款以外的其他用途，表现为其他资产形式。如准备金和备付金的留存、购买有价证券、同业拆放等。

据调查，目前作为一家典型商业银行的分支机构，其存差资金主要有以下几个方面的用途：(1)上缴法定存款准备金，在人行一般性存款，同业往来，库存现金，上存上级行的资金，有价证券及投资，归还借款；(2)亏损占用，固定资产占用，等等。其中第一类用途应当说是合理的和积极的，而第二类占用的扩大才是我们应当关注的。

在金融市场不发达的条件下，银行负债中绝大部分是存款，资产中绝大部分是贷款，同时银行在支配社会资金流动方面占据主导性的地位。在这种条件下，银行存款与贷款之间的差额能够在较大程度上反映全社会的资金供求状况，而经济界人士此时用存贷差额来分析社会资金流动也是合理的。但是，随着我国金融市场的不断发展，银行体系所能支配的金融资产在全社会总金融资产中的比重一直呈现出下降的趋势；与此同时，银行的资产和负债逐渐多元化，商业银行一方面从包括货币市场、中央银行、海外市场等在内的、除居民存款以外的各个渠道筹集资金，另一方面又将资金投向债券等非贷款形式的领域。因此，

存款只是银行负债中的一种重要形式，贷款也只是银行资产中的重要形式之一，存款与贷款的差额并不能全面地描述社会资金的供求状况。

从存差的出现我们还可以解读出银行经营管理能力提高的信息。实际上，一些商业银行的相当部分存差是一直用于偿还借款。许多商业银行过去超负荷经营严重，大量借款放款，现在资金宽裕了自然就要偿还旧债。这是商业银行开始注重经营风险的表现。

二、银行体系的存差虽然扩大，但是存贷比率基本稳定，并没出现大规模贷款萎缩局面

如果说贷存比对于分析银行的资金运用还有一定参考意义的话，我们需要历史地分析其演变趋势，而不能仅仅关注其绝对额。实际上，商业银行必然会要根据资金来源情况合理确定资金运用的规模，在资金来源主要为存款、资金运用主要为贷款的条件下，存款就成为决定贷款规模的关键性因素。中国人民银行对于商业银行资产负债状况的重要监测指标之一就是商业银行的贷款与存款比率，商业银行只能在吸收存款的一定比率范围内发放贷款。随着存款总规模的不断扩大，占其一定比率的存差必然也随之扩大，这是十分自然的事情。据测算，在1994～1999年之间，尽管银行系统的存差余额迅速扩大，但是银行系统的余额存贷比并没有明显的变化，增量存贷比还呈现上升的势头。这表明，存差余额的扩大并不能说明银行资金的运用不充分。

值得指出的是，国有银行体系近年来之所以存差突然大幅提高，直接原因是国有银行的不良资产剥离到资产管理公司，这个剥离过程实际上是按照不良资产的账面价值进行划转的，商业银行一方面剥离了大量不良贷款的历史包袱，同时获得了大量等额的资金来源，当然会推动国有商业银行存差突然扩大。

三、无效益的资金占用居高不下才是掩盖在银行存差持续扩大之后的隐忧

尽管我们说存差的出现较之原来的超贷现象是一个积极的信号，但是，在存差扩大的后面，无效益的资金占用居高不下令人担忧。

根据调查，目前银行界存在的一个重要问题就是，银行报表反映的存差大，但是实际上的可用存差小，在巨额的存差中，扣除准备金和备付金以及同业存放、库存现金等合理的占用，存差的相当比率资金被亏损、固定资产等占用。另外，银行不良资产余额的不断增加，意味着在银行的资产中，不断有原有的贷款或者新发放的贷款在企业的低效率消耗中固化为滞销库存产品或者形成亏损。尽管这一部分资产依然保持在银行的资产负债表上，实际上这些不良资产并不能正常周转和循环。由于不良资产居高不下，相应引发或者伴随了其他的不正常的资金占用。

因此，当前中国存差现象中值得警醒的地方是，尽管看起来报表存差大，但是实际上被各种不正常的资金占用了，其中特别是不良资产；看起来高水平的存差是流动性充足的表现，实际上还需要考虑亏损占用和不良资产等历史问题。另外，近年来政府为了化解国有银行的历史包袱，以账面价值剥离了银行的大量不良资产，这就使银行体系在减少了不良贷款的资金占用而增大了存款，当然存差会相应突然提高。如果国有银行的风险管理能力和内部治理结构没有有效改进，国有银行是否能够保证不再制造出新的不良贷款，如何确保这些新增存差的使用的效率，才是值得关注的。

目前人民币利率水平已经较低，仅仅通过降低利率，而不积极放松对投资的管制、不推进国有银行的市场化改革、不放松对利率的管制、不推进社会保障体系的完善，那么利率下调也难以促进投资增长和内需扩张，最终无非演变为利益在不同主体之间的转移而已。

利率政策：不能承受之重

在众多的期待中，中国人民银行决定从2002年2月21日起降低金融机构人民币存、贷款利率，各项存款年利率在现行基础上平均下调0.25个百分点。在中国经济面临入世冲击的环境下，人们对于利率调整寄予了多少期望：期望利率的连续下调能够促进投资的增长和消费的增长进而促进内需的扩大；期望利率的下调分流储蓄促进金融市场的繁荣；期望利率的下调缓解国有企业经营的困难；期望利率的下调通过缓解企业的利率负担提高经营效益进而也改善银行的资产质量……

但是，中国经济当前面临的现实，决定了这些期望只能是赋予利率政策以不能承担的重量。在利率管制的条件下，利率的调整主要成了不同利益主体进行利益转移的渠道。例如，1996年5月至1999年9月，央行7次降息，存款平均利率累计下调5.73个百分点，贷款平均利率下调6.42个百分点，累计减少企业利息支出2 600亿元；2002年的这一次降息，预计2000年财政年度企业可减少300多亿元净利息支出。

那么，降息究竟能够在多大程度上改善企业的经营状况？我经常反问那些希望通过降息改善经营的企业家的一个问题：如果一个国有企业经营已经十分困难，利率水平即使降低到0，这些企业的经营能够

彻底出现转机吗?

利率政策确实是十分重要的宏观政策,但是,它的影响力毕竟有限;期望仅仅通过降息来缓解深层次的经济矛盾,是让利率政策承担不可能承担的任务。从总体上看,目前中国的人民币利率水平已经较低,仅仅通过降低利率,而不积极放松对于投资的管制、不推进国有银行的市场化改革、不放松对于利率的管制、不推进社会保障体系的完善,那么利率下调也是难以促进投资增长和内需扩张的,最终无非是演变为利益在不同主体之间的转移而已。

在当前的经济环境下,如果不是经济运行出现相当剧烈的外部冲击,再次降息基本上没有必要。当前宏观政策的关键,应当是以维持当前相对稳定的较低利率水平为基调,推动利率市场化改革以及其他方面的相关改革,在这个过程中,稳定的低利率政策能够为企业和金融市场营造一个相对宽松的低风险环境。

一、国有企业投资增长乏力,民营企业的投资行为受到投融资体制等方面的限制,因而企业投资必然是徘徊在期待已久的降息声浪中

在许多条件下,利率政策调节的主要目标是引导企业的投资活动,通过利率的调整,企业相应进行利率水平与预期资本利润率的比较来调整其投资的扩张与收缩活动。

在目前的社会资金分配格局下,国有企业是主要的资金运用者,国有企业能否及时对利率政策作出反映,国有企业自身是否能够健康运行,在很大程度上制约着利率政策的效率。对于国有企业来说,由于其存在的预算软约束和企业治理结构方面的缺陷,其对利率调整的敏感性并不强。同时,国有企业过分依赖银行贷款使得企业对于利率调整的承受能力十分脆弱。从国有企业的情况看,其经营活动越来越依赖

于银行贷款，由于国有企业部门的赤字近年来持续增加，为了从宏观上维持一定的经济增长速度，从微观上缓解国有企业的资产流动性问题，只能依靠银行贷款的加速增加，这就使得国有企业对于利率调整的承受能力十分脆弱。事实上，由于国有企业运行的低效率和软预算约束，以及国有企业历史上形成的高负债等，使得资金在国有企业的运用效率较低，常常迫使利率政策对国有企业的运行状况作出被动调整。可以说，目前的每次利率下调，最为直接的收益者是国有企业。但是，这有限的利息成本的降低，能够带动国有企业投资的全面增长吗？

而对于一些有市场开拓能力的民营企业，则面临许多投资上的限制和缺乏稳定的融资渠道。在国有企业支配相当比率的金融资源的条件下，降息促进投资增长的空间十分有限。

二、居民消费受到降息的影响有限，而居民高水平储蓄实际上是一种中国特色的储蓄性保险而已

推动居民的消费是降息的另外一个重要政策目标。在整个资金流动格局中，居民是主要的资金提供主体，银行存款的持续大幅上升是居民部门金融结构最为明显的特征。总体上看，中国居民个人基本上没有金融负债，只有金融资产；居民个人金融资产总量的迅速增加是以储蓄存款增加为龙头的。居民部门的大量新增资产中，实物资产严重不足，金融投资扩张，证券投资水平低下，银行存款扩张。应该说，这些特点是决定居民金融行为的基础。

首先，居民资产结构中，因为消费信贷等的不发达，居民部门的实物资产比例过低，金融资产中也主要集中在银行储蓄这一种类型上。这一畸形的资产结构，从利率政策的角度看，使得居民部门对于利率的敏感性较低。理论上说，利率调整能够影响居民在金融市场上的负债成本（例如，通过借入消费信贷），影响其收入和支出行为。但这需要

有比较发达的金融市场体系和完善的金融服务体系，特别是要有相对发达的消费信贷业务。目前，各家银行的消费信贷业务增长很快，只是规模十分有限。

其次，居民的预期行为成为影响其经济行为的重要因素。在缺乏完善的社会保障体系、就业压力不断强化、住房和子女教育等支出明显扩大的条件下，居民形成了紧缩性的预期，基于预防性动机而进行的储蓄比例扩大，因而此时即使利率下调，居民依然会保持较高的储蓄倾向。我们甚至可以说，中国居民的高水平储蓄，实际上是一种中国特色的储蓄性保险而已。这一部分的储蓄对于降息的反应是十分有限的，谁愿意拿出自己用于保险性的储蓄来进行消费呢？

三、非市场化调节的利率实质上成了利益调整的工具

在利率形成非市场化的条件下，中央银行不能完全独立地根据宏观金融调控的需要自主决定，有时利率调整决策很可能与货币政策目标不一致，而是一种博弈的结果；并且，由于这一决策程序过于复杂、时间长、信息泄漏程度不均等，有人可能事先知道。于是，利率调整决策往往跟不上经济金融形势的变化，形成决策的滞后，不能做到事先预防性调控。等到利率政策真正作用于经济变量时，其效率无疑会大大降低，有时还会取得相反的政策效果。

其次，在利率形成非市场化的条件下，即使中央银行具有足够的独立性，其也难以掌握足够的信息，及时地根据市场状况的变动将利率调整至均衡利率的水平。目前采用的方法主要是试错法，即先斟酌调整利率来试探政策效果，随后进行相应的微调。这种滞后型的调节方式和试错型的调节手段，往往不仅不能达到预定的宏观金融调控目标，有时还会使经济金融运行的波动更为剧烈。

第三，从中央银行的利率政策与企业的角度看，在国有企业获得主要

官方利率的信贷资金支持的调节下，长期的利率控制和官方利率低于市场均衡利率水平，事实上就是给予国有企业一定的补贴，利率的提高在更大程度上会缩小对于国有企业的补贴。这样，就使国有企业有动力积极通过各种方式对政府进行游说，阻止宏观当局提高利率，或者促使宏观当局降低利率以实现经营利润，于是，国有企业改善经营管理的动力下降，国有部门中存在的软预算约束加剧。在经济趋于过热时，中央银行调高利率，本来是要抑制资金需求，降低通货膨胀，但是常常被迫考虑国有大中型企业利息负担的承受能力，使得利率的上调不能到位；在经济趋于紧缩时，由于国有企业经营状况恶化，中央银行在各种压力下常常被迫以过大幅度下调利率，以从账面上改善国有企业的经营状况。

四、当前利率水平已经处于历史低位，经济结构调整客观上需要维持一个相对稳定的利率环境

从历史水平看，目前的利率水平已经处于相对较低的水平，而目前的物价和实际利率水平也处于较低水平，因此，继续调低利率的可能性并不大，除非出现重大的负面经济冲击，利率政策的基调应当是维持相对稳定。

实际上，考虑到中国经济当前所面临的结构性调整压力，无论是企业的经营行为还是金融市场的发展，都不是仅仅依靠利率政策所能够完成的。即使仅仅从金融运行的主要政策指标看，在经济转轨时期，大多数金融运行指标的变动并非能完全由人民币利率政策所决定和调节。金融市场的发展有待于市场法规的完善；投资的扩张需要放松产业管制，完善企业征信体系和融资体系，促进国有企业改善公司治理结构；居民消费水平的增长需要收入水平的增长和社会保障体系的完善。从宏观角度说，形成当前通货紧缩趋势的关键性原因，还是国有企业微观上改革滞后、宏观上调整不到位所造成的结构性紧缩。这就必然使中国的经济在当前阶段面临一个艰难的经济结构调整阶段，在这个调

整过程中，显然需要稳定的低利率政策为企业营造一个宽松的低风险环境。如果过于频繁地调整利率，并不利于保持稳定的低利率预期，也不利于结构调整和积极的财政政策在扩大内需方面发挥更大的作用，同时也制约利率市场化推进的空间和回旋余地。

五、推进利率市场化改革较之简单下调利率的积极作用更为明显

从利率政策角度看，试图通过利率政策促进内需的扩大，仅仅依靠下调利率水平的影响是十分有限的，除了放松对于投融资体制方面的管制之外，推进利率形成机制的市场化、放松利率管制对于扩大内需的影响更为积极。一个市场化的利率形成机制，不仅能够通过更为合理地确定资金的价格而提高资金的配置效率，能够促进金融机构有效地运用宝贵的资金，而且还能够为中央银行的利率政策确定一个市场化的平台，避免当前这种行政化的、充满猜测和随机性的利率调整过程。具体来说，近期至少应当统一贷款利率浮动范围，增大浮动幅度，积极培育市场化的利率工具，为深化利率改革创造基础性的市场条件。

曾经有人请教号称经济总统的美国联邦储备银行主席格林斯潘：美联储的货币政策既然能够维持美国经济的持续繁荣，是否能够消除经济波动，避免经济衰退的到来？这位诚实而杰出的金融家说，货币政策是不可能消除经济波动的。为什么？因为人性使然。

既然货币政策不是万能的，货币政策也不能消除经济波动，那么，作为货币政策重要手段的利率政策，还是让它承担它能够承担的功能和责任吧，不要给予利率政策以其不可能承担的期待。

如果刘永好自己有一家银行，按照市场原则，他会对一个身无长物的穷光蛋贷款1 000元吗？或者说，今天的刘永好控制的银行会向当年的“他”贷款吗？

民营银行：含糊的概念炒作还是清晰的现实突破？

中国加入世贸组织在即，经济界人士无不为中国金融界两个突出的现实问题担忧：首先是进入金融行业壁垒森严，国家管制严格，抑制了金融业的活力，政府之外资金介入金融行业的难度相当大；其次是中国经济运行中最为活跃的部分——民营企业求钱无门，为民营企业开辟资金来源渠道显得十分迫切。“入世”之后，中国金融业需要接受外资金融机构的竞争和挑战，继续保持严格管制并不适应现实的要求；中国企业同样需要面临外资的冲击，如果增长良好的民营企业不能有效开辟资金来源渠道，其竞争力无疑会大受影响。

在这种背景下，成立一批民营银行的建议在一些经济学家的呼吁下开始引起国内外传媒广泛关注，关于10家私人银行已经获准成立的报道也频频见诸国内外报刊。随着中国民生银行在国内股票市场上市，关于成立民营银行的报道也给予许多人以广泛的想象空间。人们期望这些构思中的民营银行全部由私营企业和个人投资者出资，主要为中小型城市企业服务，从而既可以放开对于银行业的进入管制，又可以解决民营企业的资金来源渠道问题，起到一箭双雕的效果。

在舆论的喧嚣中，人们还来不及全面冷静地思考民营银行究竟是什么，是否能够真的实现这些经济功能时，中国人民银行在2000年12月底正式宣称，国内关于成立10家民营银行的消息并不属实，我国目

前只允许个人入股银行，还不允许个人开办银行，这主要是由于私人资本的规模还不够，同时当前还不具备向民间开放金融市场的监管机制和存款保险制度。

官方声明归官方声明，前述中国金融界的两个突出现实问题并不因为这个声明而自动解决。因此，可以预计，官方声明只会使媒体的概念炒作降温，但是，现实的探讨必然还会继续下去；或许媒体的概念炒作过后，清醒的分析还更便于深入。

一、含混不清的“民营银行”界定

关于民营银行声势浩大的报道，在开始时候就忽视了一个最为基本的问题：什么是民营银行？

所谓民营银行，直接的含义应当是非官方经营的银行，表明的只是一种经营机制上的特征。一家国有的或者是国家控股的银行，如果采用规范化的经营机制，同样也是民营银行；国家银行通过改组而建立市场化的经营机制就被称为民营化，这一点在现代国家是十分常见的趋势。前一阶段香港地铁的民营化即属同一性质。

但是，在当前国内的讨论中，一些学者似乎又主要将民营银行界定为非国有的银行，即产权结构中主要以非公经济成分为主，也可包括部分国有企业以企业法人身份投入的国有资本，但不包括政府财政和国有资产管理部门直接投入的资本。不过，在所有权和经营权不断分离的今天，过分强调国有还是私有已经不符合实际。在投资、股权结构上判断一家银行是否“民营”，在银行的管理操作和实际运行中意义不大，无论是什么银行，最终都必须要按照《公司法》、《商业银行法》等有关法律法规运作，按照市场化的要求来运行；在这一点上，国有还是私有银行并没有根本的区别。按照这种界定，既然只要是投资中包含非国有的因素，就应属民营银行之列。那么，民营银行早就存在，各地由城市信用社改组而来的城市商业银行、中

国民生银行、深圳发展银行、上海浦东发展银行都属民营银行。

还有学者认为所谓民营银行是与官方金融相对而言的。实际上，在这里，民间金融和官方金融是现代发展经济学中所谓金融市场二元结构的体现，即规范的、官方管制的、主要为城市企业和居民服务的官方金融体系与非规范的、自发的、主要为农村居民服务的非官方金融体系并存。这种金融市场的二元结构来源于官方的管制、市场发育的幼稚、城市和农村经济发展的不平衡等。但是，从中国的现实情况看，按照法律规定，零散的私人借贷可以进行，但是开设金融机构、从事金融活动须经有关部门批准，否则属非法，因而所谓与官方金融对立的民营银行概念现实中并不可能存在。

也有学者认为民营银行是主要为民营企业提供资金支持的银行，但是，这种界定将银行的资金运用与银行的经营机制分类混淆了起来，既然所有的银行都在为民营企业不同程度地提供资金支持，那么似乎所有的银行都可以界定为民营银行了；在当前国有银行支配绝大部分金融资源的格局下，国有银行向民营企业提供的资金支持无疑是最大的，那么，国有银行难道是程度最高的民营银行吗？显然，仅仅根据资金运用来划分银行的民营性质是不妥的。

因此，民营银行的讨论之所以难以得出清晰的共识，一个重要原因在于对民营银行的界定十分含糊。让我们还是回到民营银行的本来意义上进行讨论：所谓民营银行，就是有着良好的公司治理结构、采用市场化经营机制的银行。

二、银行所有者结构与银行资产结构并不必然相关

讨论成立民营银行的各种看法中，一个几乎被所有参与讨论人员提及的看法是：现在中国经济70%以上的产值来自非国有经济，然而至少80%的银行资产和70%的信贷都由国有银行掌握，因而有必要成

立非国有的银行，这些非国有的银行必然会有效解决民营企业的资金来源渠道问题。

这种看法实际上混淆了两个相关而不同的概念，即银行的所有者结构和银行经营活动中形成的资产结构；或者说，混淆了银行作为一个可以供不同来源资本投资进入的行业，以及银行作为资金来源渠道的两个不同角色。

于是，这种概念上的混淆导致了一个简单而错误的推论：凡是私有银行，必然是主要向民营企业提供资金支持；凡是国有银行，必然是主要向国有企业提供资金支持。

事实上，一家银行如果是真正意义上的民营银行，如果确实建立了良好的公司治理结构和市场化的经营机制，那么，它选择资金支持对象时的标准就只能有一个：企业的发展状况、盈利能力和资金偿还的能力。一家私有银行，完全可能会因为部分国有企业的效益良好而大量向其贷款进行支持，一家国有银行也完全可以因为民营企业发展健康而主要向这些民营企业提供资金。

一个现实的案例是，主要由私营企业控股的中国民生银行被视为是典型的民营银行，但是，民营银行的客户同样十分广泛，民营企业占据的比重只是相当大一些而已，限于自身经营规模的限制，中国民生银行累计向中小企业和民营企业提供的资金支持也不过数十亿元。完全可以预期，随着中国民生银行经营规模的扩大和资金实力的增强，民生银行完全有可能从效益标准出发支持国内发展良好的国有企业。例如，中国移动、中国联通等处于增长性行业中的国有企业，已经成为国内金融机构竞争的焦点，中小银行往往由于资金实力弱小而不能分一杯羹，这并不是因为中小银行是民营银行，它们也是国有企业。

同时，中国国有银行的资产结构中，国有企业占据主要比重，应当说是历史形成的，是计划经济条件下国有银行和国有企业之间的计划性资金供应关系的结果，而不是市场化经营的结果。随着国有银行的商业化，其贷款增量更为注重企业的经营状况和偿还能力，客户中优质

的国有企业和民营企业都在明显增多。

这样，国内纷纷炒作的、关于放松私人投资者和民营企业介入金融业来建立所谓民营银行的建议，并不意味着能够解决民营企业的资金来源渠道问题。反观中国民生银行的上市，民生银行的大股东、私营企业家刘永好通过民生银行上市获得财富的巨额升值，这能够说明民营企业的资金来源问题解决了吗？充其量，我们只能认为是精明的刘永好先生的一次成功的投资而已。由此，我们也不能不想到，连基本的内涵界定都十分模糊的、似是而非的所谓民营银行炒作，也可能是有远见的、希望像刘永好一样通过介入金融行业投资获得财富巨额升值的民营企业家大力支持下的一次炒作行为。这种行为对于推动金融业放松管制、引入多元化的投资者有积极意义，但是同其声称的"解决民营企业资金来源渠道问题"并不直接相关。

三、建立新的、民营化的中小银行与推进国有银行的民营化都是中国银行业改革的重要内容，但是国有银行的民营化更为重要

既然民营银行是指在银行内部建立良好的治理结构和市场化的经营机制，那么，无论是新兴的中小银行还是国有银行，都面临一个民营化的任务。二者共同构成中国银行业改革的重要内容。

大力发展新兴的中小银行，被称为中国银行业改革的增量模式，即试图通过设立新的中心银行来推动整个金融改革的深化。毋庸置疑，发展新兴中小银行的积极意义是多方面的，但是这些新兴中小银行能够担当推进中国金融改革的重任吗？这些新兴中小银行能否像非国有企业那样，政府仅仅通过放松管制就能发展起来？我们必须清醒地看到当前金融业的经营环境，以及银行业的独特特点。

首先，是严格管制的金融运行（其中主要表现为严格的利率管

制），使得新兴中小银行和国有银行处于同样缺乏市场灵活性的经营环境下。其次，从银行业的特点看，银行与一般企业的区别在于银行经营的对象是货币，银行金融服务的特点在于同一性，银行之间的服务种类几乎是无差别的，很容易被模仿。反观中国 80 年代乡镇企业和个体经济发展，这些企业在中国当时短缺经济的背景之下，只要能提供不同于国有企业的产品就能发展起来。但是，在银行业，新兴中小银行很难通过差异化的服务来轻易地从国有银行手中夺取资金来源。第三，国有银行的国家信誉以及庞大的分支机构网络、雄厚的资金实力和长期人才资源的积累，都是新兴中小银行所难以企及的。第四，银行是规模经济相当明显的行业，新经济的发展和信息技术的广泛应用，使得中小银行的生存难度在不断加大，因为中小银行难以积累足够规模的资金进行巨额的信息技术投资，不能充分发挥信息技术的庞大规模效益。

由此不难看出，即使放松银行准入，新兴中小银行不会取得像改革开放初期中国非国有经济发展那样辉煌的成就。事实上，随着一些中小金融机构在经营中面临困境，近年来金融资源有重新向国有银行集中的趋势，这是市场的自发选择，因为新兴中小银行在与国有银行的竞争中明显是处于劣势的。

因此，在银行改革中，试图通过增量改革建立新兴银行来冲击国有银行是有一定的效果，但是其效果并不能令人满意。直接推进国有银行的改革，在国有银行内部进行改革的攻坚，推进国有银行的民营化，将是中国银行业改革发展所不能回避的问题。

在中国早期的金融改革方案探讨中，曾经有学者建议，为了打破国有银行的垄断，为新兴银行的发展争取空间，应当拆散国有银行，将国有银行分解为多个中小银行。随着中国加入世贸组织，银行间的竞争将更为看重规模与实力，因而这一方案几乎不可能被决策当局所接受。从新兴银行发展的角度看，应当是充分利用资本市场和资本运作手段，合并、调整现有的新兴银行，从这个意义上说，新兴商业银行的上市无疑有助于新兴银行竞争能力的增强。

四、解决民营企业的资金来源应当依靠什么

既然私有银行并不一定能够解决中国民营企业面临的资金来源问题，那么，从中国的现实看，解决民营企业资金来源渠道的现实途径应当是什么？

首先，推动国有银行的经营机制改革和民营化，促使国有银行更多地向经营效益良好、有发展前景的民营企业提供资金。中国的金融结构中，国有银行由于种种原因一直支配着绝大部分金融资源，只有推进国有银行的民营化，促使国有银行按照市场原则运用这些宝贵的资源，民营企业的资金来源才能够获得稳定的渠道。试图回避对于国有银行的改造而寻求民营企业的资金来源渠道，在当前中国的现实状况下是不可行的。比较一下中国民生银行对于民营企业的有限的贷款和国有银行当前对于民营企业的巨额贷款总额，我们就不能不得出上述结论。

其次，大力发展多层次的、能够满足民营企业资金需求的资本市场。创业板的建立应当说是一个良好的开端。实际上，对于新生企业，特别是民营中小企业来说，由于缺乏良好的信用和财产抵押等，无论是国有银行还是民营银行都是难以给予支持的。曾经有人说，民营企业家当年起家时连1 000元的贷款都不能借到，试问，如果刘永好自己有一家银行，按照市场原则，他会对一个身无长物的穷光蛋贷款1 000元吗？或者说，今天的刘永好控制的银行会向当年的“他”贷款吗？如果按照市场原则，答案肯定是否定的。

因此，为了解决中国民营企业的资金来源问题，那么，中国金融体系中所缺乏的，首先还不是缺少民营银行，而是缺少一个多层次的、能够为广大中小民营企业融资服务的资本市场；我们只有建立起一个多层次、多渠道的、能够满足不同企业筹资需求的资本市场，广大民营企业的资金需求才能够有效地得到满足。

五、银行的民营化应当是整个金融改革的有机组成部分

为了保证银行民营化的顺利推进并取得预期的效果，应当将银行的民营化作为整个金融改革的一个有机组成部分，配套地采取其他领域的改革，否则，银行的民营化就很难取得实质性的进展。具体来说，这些配套改革至少应当包括：(1)利率市场化，使得利率能够反映企业的真实风险状况和收益状况。(2)产品的自由化，包括金融工具的创新和金融业务的开拓、提供新的金融业务等，使得银行能够在产品创新方面开展竞争。(3)金融行业进入的逐步开放，即核准新银行特别是民营银行的创设，开放更多的金融机构参与金融市场的竞争，进而推动国有银行的变革。

从银行自身的经营来说，关键还是建立良好的企业治理结构和市场化的高效率经营机制。环顾世界各国，既有国有银行通过实现民营化而达到良好经营效果的，也有私有银行(如一些东南亚的家族银行)因为治理结构不合理、经营不规范而陷入经营困境的。

因此，在中国加入世贸组织的今天，中国银行界当前最为需要的，不是在利率改革等金融改革没有明显推进的管制条件下低水平地复制没有清晰市场定位的、没有良好治理结构和经营机制、缺乏竞争力的中小银行，而是在国有银行和中小银行中都同样需要推进改革，同时以国有银行的民营化为重点，配套推进利率改革、放松金融行业的管制，促进资本市场的发展，从而为中国民营企业发展提供稳定、健康的资金来源渠道，推进中国金融改革的不断深化。

美国社区银行最为典型的特色之一，是对客户的深入了解并相应提供个性化的服务，其贷款主要面向附近社区的存款者及相关社区内的中小企业和农户。事实上，社区银行已经成为美国中小企业的主要资金来源渠道。

社区银行能否成为中国银行业放松管制的突破口？

在中国加入世贸组织、金融业对外开放力度明显加大的背景下，银行业放松管制已经成为一个必然的趋势。基于中国金融业对外开放的承诺，实际上中国的银行业已经对外资有条件开放。那么，对于中国国内的资本而言，放松资本管制应当选择何种形式作为突破口？比较国际经验和中国的现实状况，社区银行应当成为中国放松银行业管制、将民间资本引入银行业的主要突破口之一。

所谓社区银行，是指在一定地区的社区范围内按照市场化原则自主设立、独立按照市场化原则运营、主要服务于中小企业和个人客户的中小银行。在经营特色和发展战略上，社区银行强调的是在特定社区范围内提供针对客户的个性化金融服务（bank on the personal touch），与客户保持长期性的业务关系。在美国，社区银行的资产规模通常在1 000万美元和数十亿美元之间不等。

一、美国社区银行为什么在激烈的银行竞争中具有生存空间

如同全球银行业一样，美国银行业也经历了大规模的合并之路，主

要的大型银行通过并购不断扩大规模。但是，与此同时，美国银行界也出现了一个引人注目的现象，那就是规模相对小得多的社区银行同样保持了快速发展的势头。这些社区银行如何在大型银行的激烈竞争中寻找生存空间的呢？

根据美国独立社区银行协会（ICBA，Independent Community Bankers of America）2000 年的统计，目前美国有 8 300 家中小金融机构（如储蓄和贷款机构等）被划分为社区银行，这些社区银行在全美有 36 803 个网点，这些网点有 54% 分布在农村，29% 分布在城市的郊区（suburban），17% 分布在城市。从社区银行在美国的区域分布看，26% 分布在美国的中北部，21% 分布在东南部，16% 分布在西南部，18% 分布在中西部，11% 分布在西部，8% 分布在东北部。

尽管因为美国的银行业市场已经发展成熟，因而银行购并活动剧烈，美国社区银行的数量一度呈现减少的势头，但是，新的社区银行始终在不断出现。1999 年，美国新设立的社区银行就达到 205 家之多，达到历史性的新高；上一个设立社区银行较多的年份则是 1989 年，新设立的社区银行在那年达到了 192 家。

与美国的大型银行相比，这些社区银行在多个方面具有显著的特点：

从市场定位看，社区银行主要面向当地家庭、中小企业和农户的金融服务需求，大型银行则主要面向大型的公司。从资金运用看，大型银行通常将其在一个地区吸收的存款转移到另外一个地区使用，而社区银行则主要将一个地区吸收的存款继续投入到该地区，从而推动当地经济的发展。社区银行的员工通常是十分熟悉本地市场的客户，同时这些员工本身也是融入到社区生活的成员，而大型银行的业务管理者则通常是衣冠楚楚地坐在远离日常客户的办公室里。社区银行在审批中小企业和家庭客户的贷款时，客户不仅仅是一堆财务数据的代表，实际上社区银行的信贷人员还会考虑这些作为邻居的借款人的性格特征、家族历史和家庭构成、日常开销特征等等个性化的因素。大型银行在审批这些中小企业贷款和个人贷款时，通常只是根据一些财务指标

作出结论，基本上很少考虑借款人的个人因素，客户在这个时候只是一些财务数据而已。由于社区银行的运作都在本地区，因而社区银行作出信贷决定相当迅速，而大型银行则需要经过必要的内部审批程序。同时，因为这些社区银行本身就是中小企业，因而其能够更好地理解中小企业在经营中可能遇到的困难，例如，中小银行通常需要在开业3～5年之后才能盈利，需要经历艰苦的拓展市场、控制成本、完善制度等阶段，这些都是中小企业会面临的问题，因此目前美国的社区银行已经成为中小企业主要的金融服务的咨询支持机构。

美国社区银行最为典型的特色之一，是对客户的深入了解并相应提供个性化的服务，其贷款主要面向附近社区的存款者及相关社区内的中小企业和农户。事实上，社区银行已经成为美国中小企业的主要资金来源渠道。许多社区银行在面对个人客户的零售业务方面提供了相当全面的业务选择，这包括：中小企业贷款和农业贷款、较低收费的支票和一些投资产品、不同种类的楼宇按揭和消费者贷款产品、较低收费的信用卡和借记卡服务，以及自动提款和电子银行等服务。

其次，社区银行提供的服务收费通常较之大型银行要低。据美国有关机构2001年的统计，美国社区银行在支票账户等服务的收费方面较之大型银行要低15%左右。

目前，美国已经形成了多个行业性的自律性质的协会。例如，美国银行家协会专门设立了社区银行分会，全美范围内成立了独立社区银行协会（ICBA）等组织，独立社区银行协会目前拥有5 500多家社区银行组成的会员。

从经济环境分析，美国不同地区经济的活跃和繁荣是推动美国社区银行发展的重要原因之一。从社区银行在美国市场的分布看，经济繁荣地区的社区银行相对多一些，因此社区银行的设立主要依据的是不同市场的繁荣程度及其可能给社区银行带来的业务机会。当然，美国社区银行的经营要符合监管当局统一的监管要求。

从发展趋势看，因为美国银行业市场已经相当开放，发展也较为成

熟，市场竞争也相当激烈，因此不排除未来社区银行可能通过并购而出现数量下降的可能性，但是，从总体市场格局看，社区银行依然因为其独特的经营定位而获得充足的发展空间。

二、社区银行成为中国放松银行业管制突破口的现实原因

中国放松银行业的管制，之所以可以选择社区银行作为突破口，除了美国社区银行发展历程所显示出来的为中小企业和个人客户提供个性化金融服务等因素外，考虑到中国的现实状况，还具有以下几个方面的原因：

（1）社区银行的建立和发展所需资本不高，便于民间资本的进入和市场竞争的充分展开。

银行业放松管制的进程，也表现为更多的民间资本进入银行业的过程，如果设定过高的进入壁垒，能够进入银行业的民间资本势必相当有限，客观上会抑制市场竞争的充分展开。目前的一些股份制银行，甚至包括部分上市的银行，其内部经营管理结构、营运方式、决策过程等等都在不同程度上受到原有体制的影响，它们在不同程度上受到地方政府的过度干预，有些银行基本是国有银行的翻版。这主要是因为迄今为止银行业的进入壁垒相当高，现有的银行市场开放程度有限所导致的。

规模较小的社区银行如果经营不佳，其他民间资本可以以不高的成本对其进行收购，这无疑对社区银行的经营形成一个市场约束。反观当前的股份制银行，即使不考虑政府干预等因素，其相对庞大的规模也使得其他民间资本的收购难度过大，在实际操作上几乎没有可能性。

（2）中国中小企业发展所需的融资渠道一直不畅通。

目前，中国中小企业已经在中国的经济增长、吸收就业等方面发挥了十分积极的作用，但是中小企业所面临的融资环境并不宽松。随着

大型银行日益将融资的重点转向大型公司，中小银行势必需要寻求自身的融资渠道，以中小企业为主要融资对象的社区银行能够发挥积极的作用。

（3）中国金融市场巨大的差异性决定了全国性的大型银行难以有效掌握不同地区的市场和客户信息。

中国不同地区的经济发展程度存在相当大的差异，全国性的大银行实际上很难制定一个适用于全国不同市场的发展战略，也很难全面地掌握不同地区的市场和客户信息，从而难以对不同地区的客户提供有针对性的个性化金融服务，这必然促使大型银行更多地面向全国性的大型公司提供服务。在这一点上，立足于不同地区的社区银行在掌握不同地区的客户信息方面具有独到的优势。

（4）社区银行有助于缓解当前中国资金运行的“虹吸现象”，填补因为大型银行战略调整所出现的“金融服务真空”。

随着国有银行的商业化推进，国有银行更多地注重将全国范围内吸收的存款转移到经济发达地区使用，这造成中国资金流动的“虹吸现象”，即本来急需资金的欠发达地区的资金通过大型银行的分支机构网络，被转移到资金已经较为充裕的发达地区，这也成为当前中国经济发展中地区差距扩大的金融方面原因。另外，国有银行也在加速从中西部等欠发达地区撤出，这可能会在局部地区形成金融服务的真空。社区银行在资金运用方面的特点之一就是将本地市场吸收的资金主要运用在本地市场，因而能够缓解虹吸现象及其可能导致的负面影响，同时在国有银行撤出的地区设立社区银行，也可以填补金融服务的真空。

（5）社区银行的发展能够推动中国金融结构的顺利转换。

目前中国金融结构的重要特点之一，就是居民的存款成为银行业的主要资金来源，而且居民资产的主要形式是存款，实物资产所占的比率相当有限，居民所可能得到的金融服务种类也十分有限，这种金融结构无论在微观上还是宏观上都是缺乏效率的。社区银行强调的是面对一定社区内的个性化金融服务，消费者贷款等会成为主要的贷款形式

之一，对于客户的服务也会较之国有银行更为全面和个性化，这对于推进当前中国金融结构的转换具有积极的意义。

（6）社区银行的发展能够推动金融服务的差异化。

目前中国银行业市场上的竞争从表面来看已经较为激烈，但是从银行业提供的金融服务看，基本上属于低水平的重复，针对客户的需求主动提供的金融服务种类十分有限，社区银行的设立能够针对社区范围内的客户特点提供个性化的服务，从而也促使其他类型的金融机构调整市场定位，并提供差异化的金融服务。

（7）社区银行的设立能够增大外资银行拓展中国市场的压力。

外资银行进入中国市场，实际上对于网络庞大、客户基础众多的全国性银行的冲击力度有限，从其经营规模、针对部分客户提供个性化服务等经营方式来看，与社区银行更为接近，开放设立社区银行，能够促使中国的金融机构迅速学习外资银行的经营方式和经营经验，使得外资银行开拓中国市场时面临更大的竞争压力。

三、中国社区银行的生存空间十分广阔

首先，中国的中小企业具有广阔的发展空间，其对于金融服务也提出了多方面的要求，可以为社区银行提供广大的融资市场。研究表明，小型银行在发放中小企业贷款时较之大型银行更有优势，这主要是因为小型银行的组织架构灵活简单，易于解决贷款方法中的委托代理问题，易于了解大型银行所难以了解的客户收入变动、支出状况等有一定保密色彩的个人信息，这也就是所谓信息优势假说（information advantage hypothesies）。另外，学术界也提出了“共同监督”假说（peer monitoring hypothesis），认为社区银行这类地区性的中小金融机构即使不能真正了解地方中小企业的经营状况，但是为了大家的共同利益，合作组织中的中小企业之间会实施自我监督。社区银行在中小企业贷款方面

的优势为其发展提供了潜在的市场机会。

其次，是中国消费者贷款和个人金融服务开始进入快速增长的阶段，社区银行所强调的个性化金融服务和对于客户的了解使其在竞争这些业务方面可以获得优势。

第三，中国的区域发展不平衡在较长时期内会一直存在，不同地区经济发展水平上的巨大差别、城市和农村金融服务上的巨大差别，为地区性的社区银行发展提供了机会。特别是许多国有银行撤出的地方已经成为被金融机构遗忘的角落，将来即使外国大银行进入中国，它们也不可能向边远地区农民提供金融服务，社区银行则可以担负起这一任务。

正如波士顿咨询公司所指出的：几年来许多人都在关注着中国个人理财的市场，大家都认识到“鱼”就在那里，但如何捕捉它们则很困难。

当前个人理财金融服务的增长空间

一、中国市场存在不断增长的个人理财需求

近年来，银行贷款快速增长的重要推动力量之一，就是个人住房贷款。实际上，个人住房贷款因为其贷款质量相对较好、市场需求大而成为商业银行争夺的关键性业务。

不过，从广泛的意义上来看，个人住房贷款只不过是众多个人理财业务中的一种。随着中国居民储蓄的快速增长，传统银行存贷款服务，或者是传统的证券投资服务等已经不能满足客户的需要。中国金融市场正处于一个综合性个人理财服务快速发展的起步阶段。

在国际金融界，中国市场确实被视为是个人理财业务的一个正在快速增长的巨大市场。据波士顿咨询公司的有关测算，中国富裕居民持有的投资资产在 4 500 亿美元到 7 000 亿美元之间，其中有超过 3 500亿美元是可随时使用的储蓄存款。与此同时，波士顿咨询公司预计，财富的集中程度也在相应提高，其初步的测算结果是中国 30% 的财富掌握在 0.2% 甚至更少的人手中；另外，从地域上看，财务的集中也十分明显，有大约 20% 的财富集中在上海、北京、深圳、广州和天津。

日渐增长的财富总量，以及财务在人群结构和地域结构上的集中，正是个人理财金融服务发展的基础。但是，中国当前的分业金融体制

以及个人理财品种有限等也在事实上制约了这项业务的发展。正如波士顿咨询公司所指出的：几年来许多人都在关注着中国个人理财的市场，大家都认识到“鱼”就在那里，但如何捕捉它们则很困难。

二、香港市场在一定程度上满足了中国内地的个人理财需求

中国内地金融机构不能满足这些富裕起来个人的理财需求，那么，市场自然会开辟自己的道路。据海外机构的分析，目前有部分个人将需要理财的资金通过各种渠道流向在香港的银行账户，不过，从总体上来看，中国内地所实行严格的外汇管制增大了这种资金跨境转移的难度。

实际上，即使是在香港金融界，向内地客户提供综合性的个人理财服务也是一个敏感的问题。与全球加强对跨境个人理财活动监管的趋势相一致的是，香港金融监管部门也在强化对香港银行了解客户资金来源的要求。根据《南华早报》2003 年 3 月份的报道，目前香港金融机构在办理此类个人理财业务时，首先需要根据监管机构的要求，所有负责个人理财业务的人员都承诺将遵守监管机构的有关规定，但是，香港金融机构拓展业务的压力，也驱使部分香港金融机构到内地去向高收入阶层推介业务，在这个业务推介的过程中，通常的要求是客户要亲自到香港开设银行账户并保证资金通过合法的途径流出中国内地或来自于国外正常的商业活动。

实际上，从香港市场的发展看，来自内地理财资金所占的比重并不大，香港持续多年的经济增长和金融体制的完善已经使香港成为亚洲最成熟的、个人理财业务最发达的市场。从历史情况看，香港的许多个人理财在 20 世纪 90 年代早期由于股票市场和房地产市场的繁荣，经营状况很好，但是近年来随着香港经济进入调整期而出现一定的收缩，

此时来自内地的个人理财资金自然成为重要的支持力量。从市场的结构看，香港个人理财业处于分散的状态，没有一家个人理财处于支配地位，但来自个人理财的盈利确是实实在在的。如汇丰银行在年度收入报告中强调个人理财业是香港潜在的利润来源行业。2002 年汇丰集团来自于全球个人理财业务的税前现金利润为 4.2 亿美元，而 2001 年为 4.56 亿美元。但是来自于香港的利润则由 2001 年的 8 400 万美元上升到 1.07 亿美元，上升了 25%。

三、中国个人理财业务发展的趋势

中国持续的经济增长带来的个人财富的增长，在客观上提出了个人理财的业务需求。从当前的发展趋势看，中国个人理财业务正处于快速增长的起步阶段。

首先，中国内地不同的金融机构会逐步介入到个人理财市场上，除了证券公司、商业银行外，信托公司、基金管理公司等都将是积极的参与者，并将占据主导性的地位。也就是说，在岸理财市场的增长空间更为巨大。

其次，包括香港在内的离岸理财业务可能也会有一定的增长空间，但是总体上还将是一种辅助性的地位。这首先是因为严格的外汇管制，尽管居民对外投资的管制可能会逐步放松，但是可能进行境外投资的资金规模毕竟有限，主导性资金还是境内的本币资金。从策略定位看，许多大型国际性金融机构对中国市场依然还会持观望态度。例如，JP 摩根个人理财的主要客户则集中于投资额超过 500 万美元的客户，这类客户在中国市场当前还是属于极端少数的群体，因此，目前 JP 摩根个人理财仍然没有进入中国市场。

第三，合格的理财专业人员的缺乏、良好的基础性理财产品的缺乏，以及与个人理财相关的法律法规的缺乏，将是制约当前理财市场增

长的关键性因素。据香港金融机构的调查，在经济波动的时期，亚洲客户更加希望听取个人理财专家的建议，但是目前能够提供良好投资建议的专家数量有限，可供选择的投资市场也十分有限。

第四，理财市场的发展将推动金融结构的调整和金融资源配置效率的提高。当前，以储蓄为主导的银行所支配的金融资源依然在中国金融结构中占据主导性的地位，这是不利于提高金融资源配置效率的，而个人理财业务的发展将能够有效地分流储蓄，进而促进证券市场等金融市场的发展。实际上这一点与整个亚洲市场的发展趋势也是一致的。根据美林公司等的统计，2001 年亚洲高收入阶层的财富增长了 7%，估计将达到 5.1 万亿美元，而亚洲高收入阶层（金融资产市值超过 100 万美元）的数量大约为 170 万；同时与北美等其他地区相比，亚洲高收入阶层 2001 年在股票市场上的投资只占个人财富的很小部分，大部分收入成为银行储蓄，个人理财自然会改变这种结构。

THE

证券

“经济学家是这样一种专家，他明天就会知道，为什么他昨天预言的事情在今天没有发生。”

——比特（Laurence J. Peter）所说的

分析中国资本市场开放的路径和趋势，同样可以从服务开放、投资开放两个角度来考察。当然，无论是服务开放还是投资开放，在许多方面都需要遵循共同的前提条件和准则。

论中国资本市场的开放路径选择

随着 QFII 等资本市场开放举措的陆续实施和一系列合资基金公司等的组建，中国资本市场的开放在加入世贸之后不长的时间内取得了长足的进展。如何客观把握下一阶段中国资本市场开放的总体趋势，是当前金融界值得关注的问题。

一、资本市场开放的界定

简而言之，资本市场的开放包括服务性开放和投资性开放两个方面的内容。

所谓资本市场的服务性开放，主要是指资本市场作为金融服务业开放的具体安排，总体上属于服务贸易范畴，因而是与加入世界贸易组织（WTO）相关的一个概念。WTO《服务贸易总协定》对缔约方资本市场服务性开放问题作了相当详尽具体的规定，主要内容包括：资本市场准入原则、国民待遇原则、市场透明度原则和逐步自由化原则等。其基本原则与其他服务贸易市场开放的要求是基本一致的，如要求缔约成员间注重非歧视性原则的适用；要求缔约各成员公布其有关证券服务的法律及通行运作程序和操作习惯、公开信息披露；除非缔约方在承担

义务中有特别规定，否则不得限制外资进入本国资本市场，不得限制其进入方式、机构数量、持股比例等；除非另有规定，否则缔约方必须给外资机构及个人投资者提供与本国证券同业相同的待遇；当金融开放出现严重问题，危及发展中国家成员的金融体系稳定及安全时，可采取临时性限制保护措施；当某项证券服务开放实施后出现问题时，可修改或撤销，但需提前通知全体缔约成员；也允许对证券服务业进行政策补贴，以扶持其开放成长。

资本市场服务业的开放直接推动金融市场主体的多元化和市场体系的不断完善。国际经验表明，世界上各主要资本市场和金融中心无不聚集着大批优秀的证券公司和其他中介机构。根据中国加入 WTO 达成的双边协议中有关资本市场开放的条款规定，资本市场服务业的开放承诺主要包括：(1) B 股业务：我国承诺在加入 WTO 时开放 B 股业务。外资证券商可直接从事 B 股业务，无须通过国内证券商与之合作。外资证券商在中国的代表处可成为证券交易所的特殊会员。(2) 合资证券经营机构。在中国加入 WTO 三年后，外国证券商、投资银行可与中国证券经营机构合资成立外资股份不超过 33% 的证券经营机构，从事 A 股、B 股和 H 股以及政府债券的承销服务。合资证券公司可承销、自营和代理外币债券和股票，可承销本币证券。(3) 资产管理服务。中国加入 WTO 后，外资证券经营机构可与中国证券经营机构成立合资资产管理公司，外资股份不超过 33%。三年后外资股份上限提高到 49%。

从完整的意义上来说，资本市场服务业的开放不仅包括境外投资银行、可以经营证券的商业银行、资产管理公司、各种基金及基金管理公司、律师事务所、投资咨询公司等外国资本市场中介机构在本国资本市场上为证券投融资提供各种服务，也包括本国资本市场中介机构在其他国家的资本市场上为证券投融资提供各种服务。

至于资本市场的投资性开放，则属于资本流动范畴，这是与资本账户自由化相关的一个概念，指的是资金在国内与国际资本市场之间的

自由流动。从资金的流向角度考察，资本市场的投资性开放包括融资的开放和投资的开放，融资的开放是指本国居民在国际资本市场上融资和外国居民在本国资本市场上融资，而投资的开放则是外国居民投资于本国的资本市场和允许本国居民投资于国际资本市场。对于发展中国家来说，吸引资金的流入一直在政策导向上占据主导性的地位，其具体措施包括吸引合格的外国机构投资再投资于本地市场、融资主体跨境上市等。

通常来说，一国开放资本市场的主要目的无非是通过资本市场开放引进外资，促进本国的资本形成；或者是通过开放促进竞争，提高资本市场效率。这分别对应于上述资本市场的服务开放和投资开放两个领域。而对已经开放资本项目的发展中国家的实证分析表明，引进外资仍是发展中国家开放资本项目的主要目的。

二、资本市场开放的国际经验考察

无论是发达国家还是发展中国家，资本市场开放都是必然需要面对的重大问题。对于发展中国家和地区来说，过快开放资本市场导致的金融经济体系的波动成为一个共同面临的问题，如墨西哥于 1993 年实行资本项目自由兑换，1994 年彻底开放资本市场，允许 51 家外国银行、证券、保险和其他金融机构进入。资本市场的过早开放使得国内经济中潜在和积累的矛盾寻找到一处松动并彻底地爆发出来，酿成了 1994 年 12 月的经济危机。韩国的情形也与此类似。1996 年，为了加入 OECD，韩国被迫接受金融自由化要求，接受允许企业自由借款的条款。一年之后的 1997 年，韩国也在东南亚金融危机的冲击下被卷入了严重的经济危机。

当然，日本作为延迟推进资本市场开放的范例，同样值得关注。从 1964 年承担 IMF 第 8 条款开放经常账户义务，到 1984 年对《外汇及其

外贸管理法》再次进行修改，日本在放松资本项目管制方面用了20年，同时日本至今依然保留着许多限制外资进入，以及对国内金融机构进行保护的措施。对于金融市场的过度保护，使得日本的金融体系始终缺乏足够的竞争力，这可以说是导致日本经济近年来停滞不前的根本原因之一。

中国台湾省的资本市场开放通常被视为是新兴市场开放的成功范例。从总体上看，中国台湾省的资本市场对外开放遵循了3个原则：先间接投资原则、先机构投资原则、逐步放宽管理原则。其市场开放大致可以分为三个阶段：第一阶段（1983年5月～1991年1月）开放岛内信托投资公司募集海外基金投资台湾股市；第二阶段（1991年1月～1996年3月）开放"外国专业投资机构"QFII进行直接投资；第三阶段（1996年3月以后）全面开放"境外华侨及外国人"GFII直接投资。

对于中国来说，发展中国家的资本市场开放进程更为值得借鉴。历史地看，发展中国家资本市场的开放从整体上看表现出明显的阶段性特征。第一阶段从60年代中期开始，以亚洲美元市场形成和新加坡、香港国际金融中心的形成为标志；第二阶段从70年代后期开始，以拉美国家金融自由化为标志；第三阶段从80年代末90年代初开始，以东欧国家经济转型为标志。

我们可以从资本市场的投资开放和服务开放两个角度来把握资本市场开放的国际经验。

首先，从资本市场的投资开放角度考察，发展中国家的资本市场开放通常是宏观经济稳定和结构调整规划的一部分，有些国家还直接得到了国际货币基金组织的贷款支持；整个进程往往还伴随着国内金融体系的自由化。发展中国家在开放资本市场时往往关注资金流动方向的变化问题，国际经验表明，资本账户开放后，无论在发达国家还是发展中国家，通常会导致资本的净流入，并使实际汇率升值。在这个过程中，发达国家和发展中国家在政策上都表现出了相当的灵活性，例如，已经实现资本账户自由化的国家可能重新加强对资本项目的管制，通

常会根据国际收支状况调整资本市场开放的步骤和力度。对资本流出的控制一般出现在经济衰退时期，特别是存在严重的资本外逃时；对资本流入的限制则往往是在经济繁荣时期。在放松对资本流动管制的同时，政府通常还会采取一定的政策选择资本流入的期限结构，这主要是指通过特定的制度安排来限制短期资本的流动，如设立封闭基金，规定基金的存续期；对投资者汇出境的红利、资本利得和本金做出时间上的规定；等等。

其次，从资本市场的服务开放的角度考察，发展中国家和地区的资本市场开放一般采取先间接后直接的方式，通常是在资本项目没有开放的情况下，设立面向海外投资者的开放基金、封闭基金投资于国内资本市场，投资者获得的红利、资本利得和本金汇出境须经外汇管理机构批准，这样既可以引进资本进入国内资本市场，又可以对资本进出保持控制。其次是着手引进海外高素质的机构投资者。另外，虽然《服务贸易协定》的市场准入原则要求缔约方不得限定外资进入本国资本市场的最高股权比例或对单个的或累计的外国投资实行限制，不得限制外资经营证券业务的总量，但是这些原则是属于特定义务的，大多数发展中国家和地区在开放资本市场初期对外资进入资本市场的数量和比例有所控制。比如对单个投资者持有企业股权的比例和所有外资持有企业股权的比例做出限制，并根据市场状况逐步放松限制。

三、中国资本市场开放的选择

分析中国资本市场开放的路径和趋势，同样可以从服务开放、投资开放两个角度来考察。

当然，无论是服务开放还是投资开放，在许多方面都需要遵循共同的前提条件和准则。通常，在推进资本市场的开放时，应当建立良好的宏观经济和宏观政策环境，积极推动外贸自由化和国内资本市场的自

由化，在此基础上再稳步推进外部的金融自由化。基于政府对经济运行的巨大影响力，中国资本市场的开放在模式上基本上应当是政府主导下的循序渐进策略。

从资本市场的总体开放的角度看，中国资本市场的开放必须要考虑多个方面的约束条件，首先是人民币自由兑换的进程问题，当货币在不能完全自由兑换的情况下，推进资本市场的开放、特别是海外融资都会受到制约。其次是需要关注国际收支平衡问题，特别是外资流入与流出的总量和结构平衡问题；另外，资本市场的开放应当关注金融体系内部存在的脆弱性问题。最后，则是考虑到当前中国的监管制度很多是直接管制为特征的、行政性色彩浓厚的刚性制度，如何适应市场化的环境还需要一个艰苦的调整过程。

从资本市场的投资开放角度看，适度推进资本市场的开放是中国更好地吸引外资、提高利用外资水平的客观要求。从国际范围内来看，国际资本的流动结构经历了“国际债券投资——国际银行贷款——国际直接投资——国际证券投资”的发展过程，国际证券投资逐步成为国际资本流动的主要形式。在吸引外资方面，仅依靠直接投资政策上的优惠的传统模式已经无法适应国际资本流动新趋势的要求。另外，开放资本市场不仅可以直接影响流入我国的数量，还可以间接促进我国提高外资引进的水平和外资利用的效率，因为资本市场的开放有助于增进投资信心，发展并购投资等高层次的投资方式等。

从资本市场的服务开放角度看，对于中国这样的新兴市场来说，资本市场的开放通常首先表现为外资金融机构的进入，并在此基础上进一步推进市场业务的开放：通常是开放一般业务，随后是银行与保险业务，最终才是证券和短期资本市场业务的开放。对于中国来说，资本市场开放的重点应该是本土市场的国际化，主要涉及到本土机构的经营管理如何提升到更高的水准。根据中国入世的承诺，外资券商和基金在短期内可能还不能直接大规模进入国内A股二级市场，但有可能采取通过建立中外合资证券投资基金、保险公司及控股境内券商的大股

东等方式介入A股二级市场，但是这些机构的进入对于中国市场的最大影响还是来自投资理念的冲击。

四、中国资本市场开放进程中的宏观政策配套调整

为了保障资本市场开放的稳步推进，宏观政策也需要作出多方面的配合。

首先，注重监管的国际合作。

显然，资本市场的开放可能带来的理论收益又是以国际间的有效协作为前提的。只有通过国际协作开放市场，才能对国际游资进行有效监管，保证国际资本的健康流动；只有国际协作，使信息得到充分、及时、有效的披露，才能使国际资本流动实现资源有效配置的目的。资本市场的开放一方面使得外国金融机构进入中国，同时也推动了中国金融机构走向国际市场开展国际化经营，这就对国际监管提出了要求。

第二，注重根据世贸原则把握和调整资本市场开放的进程。

中国在资本市场开放方面的入世承诺，当然需要严格遵守，同时，相关领域的管制体制可能也存在一些与WTO协议文本的有关基本原则有一定差距的地方，例如，个别外汇业务领域只允许几家中资银行进入，在资本项目的某些领域如对经济主体借用国际商业信贷的管理，外资主体则享有超国民待遇，等等，需要进行调整。

第三，注重资本市场开放中可能带来的金融监管风险。

尽管当前我国资本市场监管水平有了很大改进，但在金融监管手段上，我国目前的金融监管仍主要以市场准入、业务领域、分支机构的设立、资本充足性等合规性监管手段为主，过多采用行政性管制手段，尚未建立起风险预警机制和危机处理机制。资本市场开放推动的金融创新无疑会进一步加大了监管当局对金融机构进行有效监管的难度。

特别值得关注的是，要注重金融机构多元化对资本管制和资本流

动的影响。随着资本市场的开放，金融市场的主体更加多元化，资本流动更加复杂，传统的、倾向于直接面向企业和客户的外汇管制方式将受到挑战，目前以逐笔审核真实性为主的管理模式的操作性会越来越差；另外，从资本管制的角度看，外汇管理部门通常处于资本流动的下游部分，上游部门的入世承诺以及相关行业市场的对外开放，会对外汇管制提出更高的要求。因此，要寻求新的市场格局下的外汇管制和资本市场监管方式。

当前股市争论，理论上起源于对于中国股市功能的不同界定，也反映了对于中国股市发展阶段的不同判断。这些争论的有益之处，就在于揭示了当前中国股市上筹资者和投资者之间在利益上的冲突以及其长期内的相互依赖关系，揭示了中国股市有必要着手从筹资主导的模式逐步转向投资主导的发展模式。

中国股市是“筹资主导”，还是“投资主导”

近期，关于中国股市的评价及其发展走向的争论，已经成为经济学家关注的热点之一，同时更是直接影响到近期证券市场走向的一个重要因素。在这个让人眼花缭乱，甚至让人感觉到一点火药味的争论中，既有功底深厚知名学者的理论讨论，也有股民在网络上的分析甚至漫骂和攻击。撇开一些投资者认为的“股市如赌场”的讲话打击了股市、导致了自身投资损失而进行情绪的宣泄之外，我们可以大致将争论各方的观点归纳为两类：

其一，是认为中国当前的股市市盈率居高不下，投资者的利益得不到保证，有的地方甚至还不如一个规范的赌场。这一派主要是站在投资者的立场，将股市作为一个投资的场所，进而以投资的角度来考察当前的股市。

其二，是认为当前为国有企业改革提供了巨大的资金支持，要设法维持股市的繁荣稳定，以便利更多的企业到股市融资，促进储蓄向投资的转化。这一派观点主要是站在企业的立场，将股市视为一个筹资的场所，进而从企业筹资的角度来考察股市的功过得失。

考察和猜测经济学家个人的利益动机可能饶有趣味，但是并不利于我们清晰地认识问题。我们所要说的是，从理论上看，这两派观点都有道理，但是又都有失偏颇；而这两种观点的尖锐争论，实际上很大程度上反映了观察问题角度的差异而已。

我们还要强调的是，这两种观点的争论，如果放到中国股市发展的历史角度来考察，放到全球股市发展演变的一般趋势来考察，就会觉得谩骂式的攻击完全没有必要；甚至还可以说，两种观点其实可以有机融合的。

道理很简单：从世界股市发展演变的历程看，股市发展的初期总是注重为企业提供筹资功能的；随着经济的发展和市场的完善，股市将更为注重为投资者提供一个有效的投资渠道。中国股市经过长足的发展，已经比较出色地完成了筹资的功能（其中主要是为国有企业筹资），这是立足于企业筹资的经济学家在争论中反复强调的；但是，中国金融结构的演变和金融市场的发展，迫切地需要一种高效率的投资渠道来分流储蓄，通过建立完善的股市为居民提供良好的投资渠道，在这一点上，因为历史的原因，中国股市做得相当不够，这无疑会招致立足于居民投资的经济学家的激烈批评。

而中国的股市，就刚好处在从为企业筹资为主要功能和主要市场发展导向的筹资主导阶段，逐步创造条件转化到为居民提供高效率投资渠道的投资功能主导的阶段。在这个艰难的、空前复杂的股市功能的转换时期，立足于投资主导的经济学家很容易以规范的现代股市的发展状况，来激烈批评投资功能不完善的当前股市；而立足于企业筹资的经济学家，则会反复地将人们的注意力引向股市所筹集的大量资金。

这样，如果我们对于中国股市当前的发展阶段有一个清醒认识的话，就会发现，上述两种争论的尖锐观点其实可以有机地统一：股市为企业筹资是企业的基本和初始的功能，中国的股市在这个方面确实取得了相当大的成就；但是，在中国股市发展的特定阶段，如果不将投资者的利益保护放在重要位置，如果不将股市建设成为投资者可以进行

高效率投资的场所，筹资功能可能将难以继续有效发挥，因为不保护投资者利益的股市，难以持续地在长期内吸引到更多的投资者和资金。另外，如果在这个阶段就期望股市能够建立起现代股市在数百年、几十年中建立起来的完善的投资功能，则无疑是一种奢望和苛求。

因此，我们应当做的，是在深入争论的基础上，清晰地把握中国股市的发展阶段和发展趋势，求同存异，共同推进中国股市从以企业筹资为主导功能的阶段，转向为投资者提供高效率投资渠道的投资功能主导的阶段。

一、对股市功能的不同界定直接导致了理论观点的尖锐分歧

股票市场作为储蓄向投资转换的重要渠道，在筹资者和投资者之间发挥着媒介作用：筹资者通过股市发行股票筹集所需要的资金，投资者则将剩余的资金投资到风险收益水平适当的企业中。因此，对于企业筹资活动来说，股市具有筹资功能，强调企业筹资的股市，就是筹资主导的股市，股市的主要制度设计基本上是为了企业顺利地筹集到资金。而对于投资者来说，股市提供了一种投资的渠道，以保护投资者利益为主导的股市，就是投资主导的股市。

我们可以发现，当前股市的批评者主要是站在投资主导的立场，而维护当前股市的经济学家，则主要是站在筹资主导的立场。正是由于对于股市功能的界定存在显著的差异，而当前股市在发展的起步阶段更多地考虑企业的筹资，因而才直接导致了理论观点的尖锐分歧。

例如，双方经常争论的是当前股市的市盈率是否偏高。对于投资者来说，一般是市盈率低的股票当然更有投资价值；对于筹资者来说，市盈率高当然可以获得更多的低成本资金。因此，从不同立场争论这个问题的意义并不大。许多简单的事实可以判断当前的股市是有利于

筹资者的、市盈率是偏高的：首先是，许多同时在内地和香港市场上市的公司，希望在内地增发股票，同时回购香港市场的股票，这是企业对于不同市场市盈率水平的正常反应；其次是，企业都希望上市筹资，即使是一个濒临破产的上市公司的壳——这个可以用来不断从市场套取资金的工具，也值数亿元。

至于筹资主导论者强调的股市为国有企业筹集大量资金，无疑是中国股市成功实现筹资功能的体现；但是，对于投资主导论者来说，他们更关心的是这些筹集的资金是如何使用的，是否为投资者提供了足够高的回报。

因此，正是因为对股市功能的不同界定，才直接导致了理论观点的尖锐分歧。

二、股市功能从筹资主导向投资主导的演变趋势

西方国家股市的发展历程为我们提供了良好的参考。考察成熟的市场经济国家股票市场的功能主导，可以看出，在市场经济发展的不同阶段，股票市场承担的主要功能亦有所不同。在市场发展的初期，股市之所以建立主要是为了解决企业继续资本的问题，经济增长也现实地提出了对于资本的大量需求，因此股票市场发展早期的主要功能是筹资功能。随着市场的进一步发展，市场经济体制进一步完善，金融市场更为发达，投资者的金融资产增多、投资意识增强，企业之间的兼并和收购活动迅速增加，必然推动股票市场的主要功能转向投资功能，促使股市更多地考虑股东的利益和价值。近年来，科学技术突飞猛进，经济日益全球化，经济竞争日益加剧，国际金融市场出现了前所未有的动荡，这些因素使得企业的投资理财和风险管理变得尤为迫切和复杂，因此，股票市场的投资功能进一步发展，并且衍生为风险分散功能等。在成熟的股市中，筹资功能已经成为一种越来越居于次要地位的股市功

能，一个重要的证明是许多年份，美国和欧洲等国股市的年度净筹资额是负数；此时，股市更多地成为为投资者提供投资渠道，对企业经营状况进行市场评价的方式。

从国际经验看，至少当代美国股市实际上对外部投资的融通没有起什么作用。因为在1901～1996年间，新发行股票的总额仅占非金融企业融资的4%。在1901～1929年间，美国也与现在新兴市场一样，新股筹资与实际投资的比例为11%。但在1946～1979年，比例只有5%。到了1980～1997年，股市走到了提供资金的反面，变成了－11%。

这种资金反向输送主要体现在红利上。20世纪50年代至70年代中期，美国公司分红占了税后利润的44%。在70年代末期，该比例有所下降；但在1990～1997年间，非金融公司支付的红利占税后利润的60%。在这时，“根本就不是非金融企业求助于华尔街的投资，相反是非金融企业的钱一直充斥着华尔街”。

近20年，美国公司倒是大量举债，但主要是为了股票回购和兼并。在1984～1997年间总共是8 640亿美元用于回购。1980～1997年间，购并额则是3万亿美元，是公司在此期间支出的38%。不管是回购、贷款还是购并，一般都是为了吃掉别人或防止被人吃，赢得华尔街的认同。

反观中国当前的股市，在政府种种政策的保驾护航之下，为国有企业筹资功能发挥的相当成功；但是，股市缺乏投资价值的问题也日益突出，直接影响到股市对于投资者的吸引力。当前，沪深两市开户总数大概在5 800万，考虑到这些账户其中一半是空户且股民多是在沪深同时开户，那么我国股民大致有1 500万人，其中经常进行交易的十分有限。如果不能及时地将股市的主要功能转向为投资者提供高效率的投资渠道，已有的筹资功能可能也会难以为继，并且会在股市酝酿相当大的风险。

在发达股市中，市场主体购买股票的行为，实际上就是投资于股票这种中长期金融资产的投资行为。股票投资就是通过购买股票，间接参与盈利性活动并获得收益的过程。股票市场通过其投资功能还能起

到引导资金流向、优化资源配置的作用。投资资金总是追求利益的，它们根据股票价格的变化选择和调整投资方向，哪些行业和企业的利润率最高并具有增长潜力，那些行业或企业的股票就有吸引力，股票的发行价格就高，资金就会流向那里，从而推动资金结果的调整。这样，股票市场为没有足够的精力或没有足够的资金进行直接投资的中小投资者参与投资、分享经济高速发展和企业快速成长的成果提供了机会和渠道。对一级市场投资者来说，随着公司的增长股价也在增值，投资者可以出售股权以实现这部分财富。对二级市场上的投资者来说，股票能够给持有者带来发行者支付的股息和红利收入，还可能给持有者带来差价收益。如果一个股市，在一级市场不能因公司业绩增长带动股价上扬，在二级市场不能给投资者带来足够弥补其风险水平的股息和红利，就必然推动投资者进行投机。

这样，如果仅仅关注筹资功能而忽视投资效率，投资者和筹资者之间必然会爆发尖锐的冲突，企业希望继续融资，投资者则需要回报。当上市公司不能靠高效率地运用资金给投资者回报时，必然带来二级市场的恶性炒作。我们因此也可以说，投资者在这样的市场环境下进行投机炒作是完全理性的，因为他们没法从上市公司得到回报，政府更多地强调的是为国有企业脱困等集资金，投资者则并没有给国有企业脱困提供资金支持的义务，而必然是选择市场炒作。

三、在投资与筹资之间取得平衡，逐步推动股市从筹资主导向投资主导的转换

因此，基于当前中国股市的特定发展阶段，我们既不能因为股市较好地发挥了筹资功能而忽视对于投资功能的开发，因为没有投资功能的股市是不可能持续地赢得投资者资金流入的；我们也不能因为当前中国的股市存在保护投资者权益方面的缺陷而片面地用西方现代股市

的发展水平来苛求中国股市。中国的股市毕竟才发展了仅仅10年，现在充其量还刚刚处于从筹资主导向投资主导转换的阶段。

首先，要历史地把握中国股市的演进轨迹。在中国股市改革开放的起步阶段，在存在姓"社"还是姓"资"的理论禁区的背景下，将中国股市的起步功能定位：为在国民经济中不占重要地位的小型国有企业和集体企业提供一条能迅速集中资金的融资途径，使得股票市场在计划经济的大环境下得以产生并生存下来，这可以说是当时股市决策者的智慧。由于初始发展环境的制约，中国股票市场从诞生之日起就面临着强大的生存压力，迫使改革者通过一系列成本最小的制度设计暂时回避了尖锐的矛盾冲突，包括为了保持公有制的主导地位，将股份公司的股权划分为不可流通的国家股、法人股和可流通的个人股，并由此形成了公股流通的巨大压力；为了防止因股票市场试验失败而对国民经济造成不良后果，在股份制改造试点中没有选择那些对国家经济命脉起举足轻重作用的国有大中型企业，而是选择了与国计民生关系不大的行业和小型企业，造成市场规模小、行业分布不均匀、上市公司业绩差难以充当宏观经济晴雨表的局面；为了吸引外资，同时避免境外资本对我国股市的控制，设计了A、B股双轨运行的市场结构，埋下了同股不同价的隐患；在有关法律、法规、制度和技术手段都不具备，相关改革不配套的情况下，由政府一意推进股票市场的筹资功能，必然造成市场运作的不规范和市场主体强烈的投机心理……应当说，改革开放以来，中国股市发展的历程是成功的，是取得了长足的进展的，也是为中国的经济改革与发展作出了重要贡献的，这种机制的股市发展道路，使得中国股市在不长的时期内取得了相当大的成就。但是，也必然使中国股市存在越来越多的隐患，其中突出表现在缺乏高效率的投资机制。中国股市已经到了要推进从筹资功能为主导向投资功能为主导的模式转换的发展阶段了。

其次，中国股市在相当长的时期内将是筹资功能和投资功能并重，因而向投资功能主导的模式转换将是一个相当长的过程。这也是由中

国当前的企业改革、金融改革和股市发展阶段等所决定的。

第三，由于中国股市在筹资功能的发挥上已经取得了相当大的成绩，因而当前要以保护投资者利益为重点，全面调整当前的股市政策，逐步推进中国股市的功能定位向投资主导的模式转换，这主要包括强化信息披露、加强市场监管等。

第四，市场化和国际化应当成为推进中国股市向投资主导模式转换的两个重要动力。当前中国证券市场在市场化方面已经取得了长足的进展，如发行方式的改革等。事实证明，只有继续推进证券市场的市场化，市场能够决定的就充分让市场决定，同时监管当局从行政审批逐步转向市场间接监管，就能够逐步树立对投资者负责的理念，满足投资者不同风险收益水平的投资需要就必然成为股市发展的主导动力。国际化则是市场化的自然延续，是在国际范围内引入股市投资理念的必然发展。

因此，当前的股市争论，理论上起源于对于中国股市功能的不同界定，也反映了对于中国股市发展阶段的不同判断。我们认为，这些争论的有益之处，就在于揭示了当前中国股市上筹资者和投资者之间在利益上的冲突以及其长期内的相互依赖关系，揭示了中国股市有必要着手从筹资主导的模式逐步转向投资主导的发展模式。

《证券法》只是对几种证券公司非法的资金来源做了界定，对于银行资金违规进入股市进行了限制；但是，证券公司还有哪些合法的资金来源，到底哪些形式的银行资金进入股市是不违规的，却有待进一步明确。

分流银行资金进入股市：迷梦还是趋势？

——与易宪容先生商榷

近期，在博士咖啡网站（www. doctor - cafe. com）见到易宪容博士的文章“打破信贷资金进入股市的迷梦”（原载《中国经济时报》2002年9月3日），觉得这是一个对于整个金融市场的发展都有重大影响的课题。但是，对于全文的分析逻辑和基本结论，我认为存在许多值得进一步商榷的地方。我们认为，及时构建银行和证券市场之间有效的资金融通渠道不仅不是所谓的迷梦，反而是金融市场发展的一个必然趋势。

一、及时建立有效的银行与证券市场之间的资金融通十分有必要

从整个融资结构的角度看，社会资金过分集中于银行体系显然不是一种竞争性的、有效率的金融资源配置体系。中国当前的这种融资结构，使得债权性融资比率过高，企业对于银行的依赖程度过大，进而

直接制约了银行资产质量的改善、乃至银行改革的进一步推进。因此，建立有效的、合规的、具有较多选择可能的银行与证券市场之间的资金融通渠道十分有必要。

银行与证券市场之间的资金融通，涉及到投资者、企业、银行、证券公司等多个方面的主体，银行与证券市场之间的资金融通与这些主体都有密切的关联。仅仅从证券公司融资的角度看，及时完善证券公司的资金融通渠道就非常有必要。

目前，根据《证券法》及有关政策规定，证券公司享有负债经营的合法权利。1999 年 6 月 15 日《人民日报》特约评论员文章首次明确的证券公司合法融资方式包括：进入银行间同业拆借市场进行不超过 7 天的同业拆借；在银行同业市场上进行国债回购业务；符合条件的证券公司以自营证券作质押向商业银行申请抵押贷款；符合条件的证券公司可以发行债券。另外，证券公司可以根据 2001 年 11 月 23 颁布的《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》进行增资扩股。

从证券公司融资的实际情况看，随着证券市场的规范化与规模化发展，我国证券公司业务发展呈现出明显的变化，主要表现为各项业务的运作周期呈现出由短期转向长期化趋势；创新业务加速发展，基金管理、购并业务等逐步成为证券公司业务的重要分支等。这无疑会对证券公司融资能力、融资规模以及融资结构提出新的要求，具体表现在证券公司融资的期限需求由短期趋向长期，证券公司融资的规模需求要与证券市场扩张速度相匹配，而且证券公司融资的结构需求要与证券公司业务多元化趋势相协调。当前，由于证券市场处于调整阶段，一些证券公司对保证公司正常运转及开拓新业务所需的资金需求增大。在目前的融资框架下，私募增资扩股是证券公司募集中长期资金的主要方式之一，但由于市场处于调整时期，私募增资扩股难度有所增大。由于各种原因，现有的一些短期融资渠道不能满足证券公司的实际需要，证券公司使用频率并不高。特别是一些经纪类证券公司除了 1 天期同业

拆借外，几乎没有其他融资渠道。因此，根据当前证券行业的具体情况，进行融资渠道创新，已经成为当前证券公司融资的客观需要。

不仅是证券公司，实际上投资者、企业等也都面临开拓融资渠道的问题。反观银行的资金状况，资金运用渠道的缺乏已经成为制约银行经营管理的一个重要制约因素，开辟面向资本市场的融资渠道也成为银行业务新的增长点所在。

二、目前银行资金进入股市的渠道有待进一步明确

实际上，在当前的法规体系下，银行和证券市场之间正常的资金流动渠道还有进一步明确的必要。例如，《证券法》涉及到证券公司融资渠道的条款有多条，如第三十六条和第一百四十一条规定："证券公司不得从事向客户融资或者融券的证券交易活动"；第七十三条规定：禁止证券公司"挪用客户所委托买卖的证券或者客户账户上的资金"，禁止"私自买卖客户账户上的证券"；第一百二十四条规定："证券公司对外负债不得超过其净资产额的规定倍数，其流动负债总额不得超过其流动资产总额的一定比例"；第一百三十二条规定："客户的交易结算资金必须全额存入指定商业银行，严禁挪用客户交易结算资金"；第一百三十三条规定："禁止银行资金违规流入股市。证券公司的自营业务必须使用自有资金和依法筹集的资金"。从上述条文可以看出，《证券法》只是对几种证券公司非法的资金来源做了界定，对于银行资金违规进入股市进行了限制，但是，证券公司还有哪些合法的资金来源，到底哪些形式的银行资金进入股市是不违规的，却并未述及，有待进一步明确。

在这种相对模糊的法律规定下，不少银行出于合规和风险管理的需要，即使对于证券公司的正常合规的贷款活动也采取相当严

格的控制措施，使得一些原来看起来可以采用的融资渠道事实上也被割断。

三、银行和证券市场之间的资金流动渠道事实上是存在的，只不过金融管制导致这种流动形式出现变异和扭曲而已

实际上，银行和证券市场之间的资金流动渠道和相互关系问题也一直是现代金融理论研究的重要主题之一。促成两个市场之间资金流动的直接推动力量，就是相对收益率差异引致的金融资产替换行为。在凯恩斯看来，货币市场与证券市场工具通过相互替代形成了紧密的联系，人们的资产选择行为产生货币需求与证券需求。在弗里德曼看来，货币市场工具与资本市场等其他市场工具的收益的相对变化导致经济主体资产选择和资金的流动，从而促成了货币市场与股票、债券市场之间的互动影响。在托宾看来，资产调整是促成货币市场和资本市场互动的共同原因，财富也简要地被划分为货币和资本两大部分。

只有银行和证券市场之间形成了良好的资金融通渠道，二者之间的互动、竞争关系才能形成合理的资金价格，而不同市场的相对收益率差异则是推动银行资金和资本市场上的金融资产相互转换的重要动力之一，在此基础上资金的流动才能够引导资源的有效配置。实际上，无论是否存在金融管制，金融市场是一个整体，资金在金融市场间的流动是始终存在的。这种流动的动力就是相对收益率的差异。由于金融资产一定程度上的同质性和可替代性，经济主体会根据一定的收益对比、自己的风险偏好或其他方面的需要进行资产的买卖和替换，资产替换的过程事实上也就是资金在不同市场之间流动的过程；即使是在金融管制下，二者之间的资金联系也是不能完全割裂的，只不过金融管制加大了这种转换的成本，延缓了这种转换的进程而已。这可以以证券市场和银行资金的波动状况来作为对照。

四、忽视银行和证券市场之间资金融通渠道的构建，忽视货币市场发展对资本市场的重要支持作用，已经成为一些新兴证券市场发展的关键问题

对于一些新兴市场经济国家和地区而言，它们一开始就因启动经济需要或经济高速增长而缺乏投资，因此为尽快发展经济，培育资本市场便成为当务之急，资本市场在发展中国家倍受重视，至于银行和证券市场之间的资金融通则通常受到忽视，货币市场反而滞后发展。事实上，亚洲一些新兴市场经济体在资本市场建立以后，便得到了比货币市场更为稳定而迅速的发展。特别是20世纪80年代以来，资本市场的发展更是举世瞩目。中国台湾、中国香港、新加坡、马来西亚的上市股票交易总额均超过了国民生产总值。从这些经济体的现实原因看，其中央银行货币政策的作用机制不完善，货币政策工具较单一，以直接控制利率和信贷量为主，公开市场业务不发达。这就使货币市场发展的内在动力不足。同时，20世纪60年代以来的大多数年份，亚洲新兴工业化国家和地区的经济都以两位数字高速增长，较高的经济发展速度和动力对资本形成提出了相当高的要求，从而直接刺激了资本市场的发展。

反观我国金融界对于银行资金与证券市场资金、货币市场与资本市场关系的看法，基本上也经历了上述发展中国家经历的类似过程。在以促进经济增长为首要目标、尚未明确实行市场经济体制的改革初期，货币市场的发展受到明显的忽视，资本市场反而超前于货币市场得到了发展；货币市场发展的滞后已经越来越制约金融市场的均衡运行和宏观金融调控的顺利实施。

在新兴市场中，由于缺乏银行资金和证券市场资金之间有效的融通渠道，由于货币市场发育滞后，使得货币市场不能发挥“蓄水池”的作用，使资本市场缺乏稳定的资金来源，市场资金游来游去，增减无常，

造成股价的巨幅波动；由于投资者没有合法稳定的使用资金来源，致使其所融资金高息、隐蔽、期限短，增强了资金使用者的市场投机性。金融工具的利率形成非市场化、弹性小、灵敏度低，无法准确、迅速地反映市场资金的供求状况，也无法形成基准利率以及以之为基础的有机相连的利率结构，影响了股票市场不同资产收益率之间的合理结构和预期的形成，加剧了股票市场的投机性和股票价格的波动性。另外，银行资金和证券市场资金融通渠道的缺乏，导致货币市场发展滞后，使得中央银行货币政策的实施缺乏向股票市场传导的高效率渠道，致使股票市场要么对货币政策不敏感，要么对货币政策反应过度。

五、当前要以拓展证券公司融资渠道为重点，促进银行与证券市场之间良好资金融通渠道的建立和完善

基于证券公司在证券市场运行中的关键地位，当前应当以拓展证券公司融资渠道为重点，促进银行与证券市场之间良好的资金融通渠道的建立和完善。

实际上，在成熟的金融市场上，证券公司资金管理的主要目标是如何保持充分的流动性和较强的融资能力。同时，以成熟的金融市场为依托，一些大证券公司拥有许多可供使用的融资工具和便利的融资渠道，如发行股票、发行债券、回购协议、向客户融券、按日放款、商业票据、无抵押信贷协议等。

在当前中国金融市场上，证券公司可以考虑的融资渠道取决于当前金融市场总体的发展状况。从理论研究的角度看，具体来说，可以考虑让符合条件的证券公司利用公开上市及发行金融债券融资，为实力雄厚的证券公司打通资本市场融资的渠道；可以考虑进一步疏通证券公司现有的短期融通渠道，如酌情增加期限更长一些的同业拆借品种，适当放宽进入同业拆借市场的准入条件和拆借资金的使用范围限制

等；可以考虑增加证券公司国债回购的资金供应量；可以考虑在严格控制风险的前提下，增加质押证券品种，包括可转换债券、企业债，放宽证券公司进入股票质押市场的准入条件；可以考虑证券公司通过固定资产抵押获得银行贷款，并且在严格控制风险的前提下，逐步允许银行就证券公司的某一项目提供特别贷款，等等。当然，究竟采用上述哪种融资方式，还取决于特定的经济金融环境和法制环境下的成本收益分析，同时，对于不同的证券公司来说，可供选择的融资渠道也存在较大的差异，需要进行具体的个案分析。

六、易宪容先生的原文中还有一些表述不尽准确的地方值得指出

例如，易宪容先生在原文中指出："今年以来，如降息、新股向二级市场配售、开放式基金迅速扩容、让社保基金入市、开办个人股票质押业务、允许外资参股证券公司与基金管理公司、引入 QFII 机制等，哪一招不是为了让更多的资金进入股市？"实际上，这种简单的罗列是有问题的。允许外资参股证券公司和基金公司，只是金融服务业开放的范畴，与直接将资金引入股市并没有直接的关系。

易宪容原文中还指出："最近中国人民银行《中国股票市场发展与货币政策完善》课题组的报告，明确指出股市将成为货币政策传导的一个重要渠道，因此，应在银行信贷资金与股票市场之间建立一种有效的联系，央行在货币政策操作时应对股市的价格波动予以充分关注。该报告一公布，不仅股市走出了 6.24 以来的好行情……"。实际上，央行的报告根本不是 6.24 行情的主要原因。至于股市成为货币政策传导的一个重要渠道，因此，应在银行信贷资金与股票市场之间建立一种有效的联系的判断，应当说是货币政策理论的常识，也是中国当前市场的现实，我看不出这种重复教科书的结论的判断会刺激市场。

易宪容原文中指出："银行可用的资金可以分为两块，一为银行存款，二为银行的自有资本金。"其实看看银行的资产负债表，就知道这种表述是挂一漏万的。

易宪容原文中指出："（存款）这部分资金对于银行来说属于银行的负债，在一定的时期内需要归还。因此，银行不可能拿这些存款去投资股市。"显然这是违反银行经营管理的基本逻辑的。银行如果因为负债都要归还，就不能对外运用，那银行的经营管理从何谈起？至于拿存款去投资股市，纵观全文也是一种不清晰的表述。文中集中批评的是个人质押贷款，这根本不是投资行为，而是一种融资行为，也是世界范围内常见的、基本的银行业务，只要保持良好的风险管理、保持良好的流动性，有什么不可能的？

易宪容原文中指出："目前十分普遍的情况是，一方面银行大量的资金无法贷出，另一方面中小企业由于缺乏有效的融资渠而无法加大投入（银行资金仅有很少一部分进入中小企业）。在江苏就存在着3 578亿元的银行存贷差，而对江苏省乡镇企业的贷款仅为669.85亿元，占各项贷款比例十分微小。而中小企业融资困难一直是无法解决的难题。"实际上，银行存差问题与中小企业融资问题是两个问题，在此被混淆了。至于中小企业的融资问题，我和赵晓博士在中央电视台中国财经报道栏目专门讨论了三次，有关内容可以作进一步参考，但是可以作为结论的是，中小企业的融资问题根本不可能仅仅依靠银行解决，如果银行要满足所有中小企业的贷款需求，对于银行业只是一种灾难。

易宪容原文中指出："民众手中持有那样多储蓄存款不投资股市，为什么却又通过支付更高的利息获得贷款再投资呢？更何况个人股票质押贷款业务的开展有可能起到'助涨杀跌'的作用，加剧市场的投机气氛等风险。而将股票质押来的贷款进入高风险的股市中，除非这种股票质押是虚假的，谁会冒此大风险呢？因此，即使个人股票质押贷款业务可能顺利进行，但它会不会得到广大个人投资者的积极响应，那还

是另外一件事了。”实际上，民众的储蓄是一个总量的概念，至于需要支付利息进入股市属于个体投资决策的概念。在香港，个人股票质押贷款是一个非常常规化的银行业务，我本人在香港也从事过大量这类业务的管理工作，业务规模也相当大。另外，能够从事股票质押贷款业务的，不会是广大的个人投资者，只会是部分风险承担能力高的投资者。

最后需要指出的是，正如易宪容原文结束时所指出的：“国内股市要发展，并非是要注入多少资金，而是要以市场法则为依归，走出计划经济之阴影，这个原则不确立，国内股市要想好好地发展是不可能的，同时国内银行业的改革也是如此。”实际上纵观我的全文，想表达的就是这样一种市场化的观点和看法。但是，对于易宪容博士来说，如果连一种成熟市场上已经运用得非常广泛、非常成熟的银行和证券市场之间的资金融通形式（如股票质押贷款）都可以未经深入论证评估就轻率地认为是不能引入的，这种自以为胜于市场的作派和结论难道不正好是计划经济的阴影吗？

讨论"双Q"制度的影响，不能仅仅局限在居民金融资源的流动方向上，而应当关注可能由此带动的市场化、国际化的制度创新。在中国加入世贸组织的今天，市场化、国际化的制度创新无疑是更为重要的。

中国资本市场开放进程中QFII和QDII制度的宏观考察

在中国加入世贸组织的大背景下，充分借鉴国际经验，积极推进不同形式的资本市场对外开放已经成为顺应中国总体经济开放大格局的必然。正是在这个意义上，当前金融界对于"双Q"制度的讨论日趋热烈。

所谓"双Q"制度，包括通常所说的QFII及QDII制度。QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）制度是"合格的海外机构性投资者"机制的简称，是指允许经核准的合格外国机构投资者，在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场，其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出，中国台湾省就采用了这种市场开放模式。至于所谓QDII（Qualified Domestic Institutional Investors）制度，是"合格的本地机构投资者"制度的简称，由中国香港特区政府最早提出，在资金的流动方向上与QFII制度相对，具体是指在资本项目未完全开放的国家（地区），允许本国（地区）投资者通过特许的机构投资者，投资境外资本市场的一种机制。

目前在通常的讨论中，常常将"双Q"制度视为是引入或者对外流出资金的对于金融资源争夺的一个借口。实际上，在当前中国的外汇

管制和资本市场发展格局下，“双Q”制度的引入所可能产生促进市场化、国际化制度创新的积极影响要远远大于在起步阶段肯定十分有限的资金流动。我们在此仅仅从外汇管制和资本市场制度创新的角度来考察。

一、“双Q”制度远远不只是意味着“南水北调”或者是“北水南调”

在当前的讨论中，“双Q”制度常常被简化为一种对于中国国内金融资源的争夺，由此还引发了关于究竟是先实行QFII制度还是先实行QDII制度的争论。

在这种从金融资源争夺角度的争论中，所谓QFII制度，无非就是为国内的资本市场引入新的资金流，在市场行情低迷的阶段，也就成为缓解国内资本市场资金压力的借口，这就是所谓“南水北调”，即就是将境外（通过香港这个南方都会）金融资源调入境内。但是，批评者会说，连境内资金都不愿意投资的股票，境外资金会投资吗？境外的投资银行不是说只有10多家内地上市公司具有投资价值吗？理性的境外资金会纷纷涌入，给国内资本市场上的资金解套吗？恐怕不会。

至于QDII制度，则被视为香港资本市场交投不活跃的救星之一，是中央支持香港巩固国际金融中心地位的重要举措，也就是所谓“北水南调”。批评者会说，难道要让中国内地投资者用吃稀饭的有限资源，去支持香港人吃鱼翅吗？难道香港市场真的对广大普通投资者有那么大的吸引力吗？恐怕也不会。

感情化的争论最终往往不会有理性的结论。实际上，至少在当前的阶段、在当前的经济金融环境下，我认为无论是以资金流动方向为比喻的、从争夺金融资源为出发点的“北水南调”还是“南水北调”论，都是对于“双Q”制度的误读。

首先，在“双Q”制度中无论先实行哪一种制度，起步阶段的规模都会十分有限，对于整体市场走势的影响会十分有限。相对于庞大的香港和国内资本市场的市值而言，仅仅从影响市场供求关系和市场走势的角度考察，这种影响充其量只是象征性的。

其次，如果我们从整个经济金融环境角度考察，无论是内地的资本市场，还是香港的资本市场，目前最为缺乏的，并不是资金。从国内市场看，居民储蓄一直保持快速增长的趋势，即使撇开数万亿的人民币储蓄不谈，居民的外币储蓄也同样十分庞大，根据中国人民银行最近公布的数据显示，到2001年9月底，境内中资金融机构外汇存款余额达1 347.9亿美元(约1.05万亿港元)，比去年同期增长11.9%。相对于国内资本市场有限的空间来说，资金是相当充裕的，资本市场发展的关键，还是推进资本市场制度的市场化、国际化创新，培养一批真正有投资价值的上市公司。从香港市场看，香港资本市场的交投不活跃，与国际经济环境，特别是香港正处于特定的经济结构调整密切相关，仅仅通过引入有限的内地资金，并不能明显地促进这个结构调整的过程。

因此，即使“双Q”制度的建议在提出之初是基于争夺金融资源的考虑，但是总结境外市场运用这些制度的经验教训，特别是立足于当前内地和香港的实际经济状况，“双Q”制度的引入并不仅仅是资金流动的方向问题，而是通过“双Q”制度促进人民币自由兑换的进程，促进资本市场制度创新的问题。

从这个意义上说，为了使关于QFII和QDII制度从金融资源争夺的角度进行的争论平息下来，也为了减低“双Q”制度实施的阻力和可能对外汇管制造成的冲击，可以考虑同时引入“双Q”制度，在资金规模和流动方式上可以基本对等。这样，就可以使我们撇开资金规模层面的争论，转而集中讨论如何通过实行“双Q”制度来促进中国资本市场的制度创新和人民币可兑换的进程。

实际上，金融活动效率提高的过程，无非是金融资源配置效率提高的过程；而金融资源配置效率的提高，有待于为市场资金提供更多的选

择机会和竞争机会。金融资源配置的效率越高，金融活动就越健康和富有活力，对于交易双方就越有利，至于资金流动方向如何，则完全是次要的因素。例如，开放内地居民资金投资香港市场上有投资价值的优质股票，不仅对香港市场和香港的上市公司具有积极意义，对于内地投资者也增加了有意义和有价值的选择，总体上这一放松管制的过程能够提高金融活动的效率，这是值得肯定的。

二、“双 Q”制度对于中国资本市场发展的更为重要意义在于推动市场化、国际化的制度创新

当前中国资本市场正处于规范化、市场化调整的关键阶段，在这个阶段通过实施“双 Q”制度，其重要意义并不仅仅在于为境内居民提供了新的投资渠道，也不仅仅在于为国内市场引入了多少资金，而在于由此可能引发的市场化、国际化的资本市场制度创新。制度经济学告诉我们，制度的演进讲求互补性和协调性，一个局部性的制度变迁要有效发挥作用，需要与之相关的制度作出适应性的调整。

从当前中国资本市场的状况看，“双 Q”制度就具有这种促进资本市场制度创新的作用。显然，“双 Q”制度要顺利和平稳地运行，就必然对中国资本市场的许多基本制度建设提出调整和改革的要求，如要求与“双 Q”制度相关的制度要充分的市场化和国际化，这主要包括市场监管制度、法律制度、会计标准和信息披露标准、证券市场文化、自律制度等。

从“双 Q”制度对于当前中国资本市场的具体影响看，至少有以下几个方面值得关注：

首先，“双 Q”制度，特别是其中的 QFII 制度，有利于促进中国资本市场投资者结构和投资行为的转变。这一点中国台湾省的实践提供了一个很好的参照。中国台湾省通过实施 QFII 制度，法人机构投资比重

增加，外资投资决策行为对散户产生了良好的示范效应。中国台湾QFII的编号是99，99买入的股票常常被追捧，产生明星效应和示范效应，对于中国台湾省的证券市场树立以基本面为主导的、理性的投资理念起到积极作用；另外，在亚洲金融风暴中，中国台湾省的QFII制度经受了考验，QFII资金流出很少，对于减少市场恐慌、稳定市场起到了重要作用。

其次，“双Q”制度会在中国资本市场进一步巩固保护投资者利益为中心的投资理念，促进市场信息披露的规范化，促进市场监管的国际交流与合作。

第三，“双Q”制度能够为投资者提供更多的选择，从而为投资者充分提高资源的配置效率创造了更好的条件。例如，当前讨论中的QDII制度最直接的作用之一是能够逐步消除香港及内地证券市场中资股和红筹股套利空间，内地投资者将有更多的投资选择。另外，当前中国国内有不少基金，在比较封闭的市场环境下，投资的选择有限，当然也就难以充分分散组合的风险，从这个意义上说，中国内地机构性投资者对买卖海外市场股份的需求其实是很大的。如果这一制度不仅仅开放到香港，而是放开到欧美主要发达国家，这对于基金业的分散投资的积极意义更大。

第四，“双Q”制度能够形成强大的、推动国内市场进行制度创新的压力。例如，仅仅以QDII制度为例，如果要实施这一举措，其对内地证券市场的资金影响是不容忽视。目前要准确地评估QDII制度对于国内股市的影响并不容易，但是市场的一般看法可以作为参考。目前国内有不少分析机构就认为，QDII制度的实施，将极大地打击境内投资者的投资信心，国内股市面临更大压力，其基本理由就是香港股票普遍比内地市场的股票要更具有投资价值。

就以部分香港市场H股和内地A股的价格差异来看，其差距是相当大的（以近期的新收盘价格对比，香港以港元计算，内地以人民币计算）：

	香港	内地
中国石化	1.21	3.76
上海石化	0.80	3.85
马钢股份	0.68	3.14
北人股份	1.88	9.18
仪征化纤	0.96	5.90
兖州煤业	2.42	9.91

相比之下，内地投资者显然更倾向于投资香港市场上更具有投资价值、市盈率更低、信息披露更为规范的股票。在这种压力的推动下，内地股票市场就必然需要大力推进市场化改革，推进股权结构调整，挤压市场泡沫；否则，在 QDII 制度下，内地的投资者必然会将自己的"货币选票"投资更具有投资价值的境外市场的优质股票。

第五，"双 Q"制度会促进整个证券市场在市场制度乃至市场走势上与全球主要市场的融合。通过实施"双 Q"制度，中国股市完全独立于国际市场走势的现象将逐步改变，券商和投资者应密切关注国际市场变化情况，尤其是全球经济的走势，同时要积极主动地熟悉和了解国际市场监管的要求，这样才能更准确地把握国内股市的走向。

三、"双 Q"制度的实施本身就是人民币资本项目走向自由兑换的一个重要阶段，同时也会推进人民币可兑换进程的深化

1994 年中国内地成功地实现汇率并轨为代表的外汇管理体制改革以后，又成功地在 1996 年提前实现了人民币在经常项目的可兑换，抵御了 1997 年亚洲金融风暴的冲击，维持了人民币汇率的稳定和外汇储备的持续稳定上扬。但是，当前的人民币汇率制度同样存在许多缺陷，例如，因为资本项目的管制使得汇率的形成不能准确及时地反映外

汇市场的真实供给和需求变动；外汇储备的持续上升增大了持有外汇储备的成本；人民币一直受到升值的压力使得中国人民银行不得不经常性地入市干预；汇率制度缺乏足够的弹性和调节的区间，以至于国际货币基金组织将中国内地自称的“有管理的浮动汇率制度”划为“固定汇率制度”，其理由是人民币事实上与美元挂钩而且每年的波动幅度低于1%。

如果说中国汇率制度的这些缺陷在中国经济开放程度有限的条件下还是可以容忍的话，那么，随着中国经济开放程度的提高，特别是中国加入世界贸易组织之后，推进汇率制度的市场化、推进人民币在经常项目的可兑换就是一个十分迫切的任务。“双Q”制度的实施本身就是人民币资本项目走向自由兑换的一个重要阶段，同时其实施本身也会推进人民币可兑换进程的深化。

首先，“双Q”制度本身就是外汇管制放松的一个新的阶段和起点。根据国际经验，一个国家和地区在开放证券市场、引进外资方面，通常需要经过三个阶段：一是间接投资阶段，即向国外投资者发行受益凭证或“该国基金”，国外投资者间接地投资该国证券市场，也可以设置该国的特种股票供国外投资者投资，如中国的B股等；二是有限度的直接开放阶段，“双Q”制度就是典型的代表；三是完全的直接开放阶段。通过“双Q”这种制度安排，也可以在外汇管理有限的条件下限制短期资本的流入，优化进入资本的结构，比如设立封闭基金，规定基金的继存期；对投资者汇出境的红利、资本利得和本金做出时间上的规定，减少国际游资的冲击。事实上，虽然《服务贸易协定》的市场准入原则要求缔约方不得限定外资进入本国证券市场的最高股权比例或对单个的或累计的外国投资实行限制，不得限制外资经营证券业务的总量，但是该原则属于特定义务，需要各缔约方经过谈判达成具体承诺加以执行。从发展中国家和地区的实践看，大多数国家和地区在开放证券市场初期对外资进入证券市场的数量和比例有所控制，比如对单个投资者持有企业股权的比例和所有外资持有企业股权的比例做出限

制，经过一段时间的实践再逐步放开。

其次，“双 Q”制度能够促进一国（地区）国际收支规模的扩大，国际收支状况更为市场化，以及汇率形成机制的更为市场化。发展中国家和地区的实践表明，开放资本项目和证券市场后，通常都是国际资本大量流入，外汇储备增加，尽管这可能会在一定程度上加大本币的升值压力，但是通过适当的调控措施也是能够缓解的。国际经验也表明，外资的流入也可能引发本国证券市场泡沫，从而促使本国逐步开放对外投资，实现国际收支的总体平衡。例如，中国台湾省近十年来通过实施 QFII 制度，累积吸引外资的净额（汇入金额扣除汇出金额）达 236 亿美元；一般侨外资（Non－QFII，即 GFII）累积汇入净额也达 58 亿美元；两者合计总累积汇入净额达 294.5 亿美元。

第三，“双 Q”制度能够促进一个国家和地区提高国际收支的自我平衡能力。通过“双 Q”制度推动的一个国家和地区的证券市场国际化，能够促进国际收支活动的市场化和国际化程度，从而使得一个国家和地区能够更为方便地以更低的成本筹集资金，进而增强了国际收支的平衡能力。以中国台湾省为例，1991 年中国台湾省境内企业赴海外筹资金额仅 1.55 亿美元，迄 2000 年止，中国台湾省核准赴海外筹资的金额达 111.83 美元。

因此，当前我们深入讨论“双 Q”制度的影响，不能仅仅局限在居民金融资源的流动方向上，而应当关注可能由此带动的市场化、国际化的制度创新。在中国加入世贸组织的今天，市场化、国际化的制度创新无疑是更为重要的。

中国股市双轨并存，实际上就是国有股的计划经济特征与可流通股的市场经济特征的并存。国有股的减持和流通就是将这一部分资产的计划经济外衣去除，正式进入市场流通的各个环节。

国有股减持的市场原则刍议

由于中国股市发展的特定路径，国有股减持的问题一直是市场各方关注的焦点问题之一，这主要表现为国有股不流通导致的证券市场双轨并存现象，即定价规则上国有股、法人股等公股实行计划定价，而社会公众股实行高溢价市场化发行；在流通权方面是国有股、法人股等公股的非流通性与社会公众股的完全流通性并存。这种双轨并存，实际上也就是国有股的计划经济特征与可流通股的市场经济特征的并存。基于不同的运行原则，二者之间出现冲突是在所难免的。

最近，财政部负责人提出将通过减持国有股来充实社会保障基金，重新将这一问题拉回到市场关注的焦点位置。

一、国有股减持过程的实质是非市场化的国有股份市场化的过程

当前，对于国有股减持的争论颇多，各种观点纷呈一时。我们发现，由于对于国有股减持的基本原则缺乏把握，目前讨论中出现了许多值得反思的片面结论和看法。

从市场运行的角度看，一言以蔽之，我们认为，国有股减持过程的实质，是推进非市场化的国有股份的市场化过程，是证券市场中的非市场部分向市场部分并轨的过程。众所周知，不能流通的、一股独大的国有股，尽管有市场化的股份的外衣，但实际上因为不能流通而成为典型的市场化形式中的非市场化的部分，进而导致中国股市结构调整、价格发现等许多功能的丧失，导致了公司治理结构的低效率。国有股的减持和流通则是将这一部分资产的计划经济外衣去除，正式进入市场流通的各个环节。

把握了这个实质，我们对于许多问题就容易有一个清醒的把握。例如，政府在国有股减持及其市场化中的角色定位，不是煞费苦心地介入到众多的具体交易定价和交易规模界定、交易方式选择过程中去，而是应当是通过确定公平的游戏规则来促进市场的规范运行；而从国有股流通对市场的影响看，如果整个流通过程是尊重市场规律的、也是市场自发选择的，那么，无论现实采用的是何种流通方式，对于中国股市的发展都会主要表现为积极的意义；如果国有股流通的过程是以非市场化的方式强行推进的，那么，不管减持过程是多么严格地遵循了政府制定的流通方案，最终都会不同程度地导致对于市场的冲击。在此之前，中国证券市场上也就国有股流通进行了十分有限的探索，但是因为缺乏对市场原则的基本尊重而导致对市场不同程度的冲击。市场化的原则，也就是尊重市场供给和需求双方自主选择的原则，因为方案的设计者不可能事先对千差万别的、在盈利状况不同、行业背景不同、发展潜力不同的各个企业中的国有股进行准确的估值，不可能了解市场对于不同国有股的判断，因此，如果明确了市场化的基本原则，就无需试图尝试设计一个或者几个适用于所有国有股流通的统一方案，因为这是对市场多样化和自由选择的基本尊重。

二、界定国有股市场化流通的供给主体

国有股的市场化是供给主体和需求主体共同作用的结果，因此，清晰地界定供给主体和需求主体，是整个国有股流通过程的起点。

而正是在国有股市场化流通的供给主体上，当前我们还存在许多模糊不清的地方。国有股在产权上的基本特征之一是产权主体的虚置和产权边界的不清晰。理论上说，国有股东权的行使者是全民，但事实上全民不可能亲自去行使每个公司的国有股东权，只能是通过层层委托代理的方式交给各个代理人行使。从实际状况看，国有股的实际支配权分布在中央政府和地方政府之间，以及不同的政府部门之间。这些政府部门通过控制国有股，在上市公司中谋求自己的不同利益。因此，在充分考虑不同利益主体的利益基础上，如果不首先对国有股流通的供给主体进行清晰的界定，不对不同政府部门在上市公司中的利益进行清晰的划分，那么，整个国有股减持过程就难以推进。但是，问题恰恰出现在这里，因为现行的法规并没有对国有股东的权利和义务在国家股出售的审批机构和国家股持股单位之间的划分做出清晰的安排。

在讨论国有化减持的供给主体时，西方发达国家的许多做法同样说明了这一点。例如，法国在80年代国有股减持的大潮中，首先是由政府出面建立了民营化领导机构即民营化委员会（后改为企业资产评价委员会），并在政府内指定经济财政部负责管理国有股出售等有关民营化事务。其他国家也有类似的做法。通过明确整个国有股减持过程中的供给主体，使得国有股减持中的利益分配有了相对清晰的界定。因此，无论是专门建立一个专职行使国家股东权的机构，还是指定现有的不同政府职能部门来履行相关职责，只要能够明确国有股流通的供给主体，使政府不同部门的利益得到清晰的界定和有效的协调，整个国有股的减持过程才会有一个良好的起点。

三、界定国有股减持流通的需求主体

从不同的市场主体看，国有股减持的过程实质，也就是国有经济的战略性调整的过程，国有经济通过出售竞争性行业的股权，实现国有经济的结构调整，并通过这一调整为民间资本的进入创造空间。因此，无论是内资还是外资，不同形式的民间资本都应当可以进入国有股减持的过程，成为市场的需求主体。

当然，因为国有股减持直接表现为国有股权从竞争性行业的退出，如果国有投资者继续参与投资，就难以达到退出的目的，因此，应当适当对进入国有股流通的国有投资者进行适当的限制。事实上，俄罗斯在其国有股减持的过程中规定，国家、地方人民代表苏维埃、社会组织（社团）、慈善机构和其他社会基金的股份超过25%的法人不能成为国有股的购买者。

四、国有股减持的具体方案应当由市场自主确定，因而必然会出现千差万别的流通方案

正是因为不同国有股所在企业的盈利状况、发展前景、行业状况、经营管理状况等存在相当大的差别；不同需求主体的风险偏好不同，投资的偏好也存在差异；而市场的供给主体也会出于不同的利益动机而选择不同的国有股减持方案，因此，政府在明确了国有股减持的供给主体和需求主体、明确了减持的游戏规则之后，具体可行的国有股减持方案只能由市场自主确定。而基于市场状况的差异，最终的国有股流通方案必然会千差万别。

反复分析当前讨论国有股流通的各种评论，见得最多的应当是“方案设计”之类的词汇，如回购方案、盈富基金方案、配售方案、折股方案等。方案设计当然是有意义、有价值的，但是，在不同企业的状况千差万别、交易各方的预期迥异的背景下，试图设计覆盖各种状况的方案是不可能被先验地设计出来的，我们要再一次提醒政策设计者挥之不去的“致命的自负”情结。在这个时候，我们要强调的就是，既然国有股减持和流通是一个市场化的过程，整个过程就应当充分体现市场的原则，这一原则应当体现在国有股流通的各个环节。尽管国有股的流通可能是通过公开的证券市场，也可能通过其他方式的转让，这都是市场交易双方作用的结果，都应当遵循共同的市场化原则，如德国西部国有股减持的主要方式是上市，而德国东部的国有股减持主要是企业和个人与托管局签订购买合同。尽管具体方式不同，但是其市场化的基本原则都可以归结为在不造成国有资产流失的前提下，不强行制定价格，不制定减持的硬性指标，让市场来为国有股定价。因此，国有股的减持不必制定所谓时间表，也不必规定减持的总金额，而且减持数量、减持步骤及时间安排、具体减持方式都应当视市场接受情况而定。

实际上，正是由于现实状况的巨大差异，因而不可能有一个覆盖所有可能性的国有股流通方案，现实的选择应当在确定国有股减持主体、目标和原则的前提下，把减持具体方案的设计和操作交给券商等社会机构和市场主体。方案应力求公平、公正，照顾到各方面的利益，同时要综合考虑市场的承受能力。在市场的自主选择之下，市场必然会根据不同的需求主体和供给主体的不同偏好，自发地创造出一个满足不同风险收益偏好的方案体系，其中包含几十个，甚至上百个连续风险曲线的投资品种，从而一方面使得市场的需求主体在特定的投资能力和风险承受能力的约束下选择相应的投资品种，也使得市场的供给主体在特定的利益偏好下选择对于自身最为有利的方案。

实际上，即使仅仅是从理论上看，确实也没有一种完美的国有股减持方案。如新股存量发行和向二级市场配售虽然操作简单，但是对于

市场的冲击最为明显和直接；现金回购则由于所需要的条件苛刻，不可能大规模应用；折股方案能够减少市场对国有股流通冲击的担忧，但是其涉及到减资操作难度较大，而且市值越高的股票相对折股的比例越大，不利于高股价、低账面值的科技股，等等。

五、政府和监管部门的职责应当重点在建立公平的游戏规则，完善法制环境，强化信息披露

既然我们将国有股的减持界定为一个市场化的过程，那么，政府在这个市场化的过程中应当承担的职责就主要是界定公平的游戏规则，完善法制环境，强化信息披露。

首先，游戏规则的界定是国有股减持有序推进的基础。从国外看，政府大规模减持国有股之前，一般都先行立法。如日本对每一个特大型国有企业的设立、改制或撤销都要以单独为其颁布的特别法为依据。目前，我国规范国有股管理和转让问题的法规还很不完善，或者已经过时，如有的法规规定国有股权转让收入必须用于国有资本再投入，而现在其很大一部分要用于社会保障。

其次，国有股减持的信息披露也相当重要，这也是投资者知情权的一个重要表现。上市公司的股本和股权结构及其变化是投资者进行决策的重要依据，会对公司带来相当重大的影响，因此与此相关的信息都必须充分及时地向市场披露。

预托证券的引入，必然会引起A股市场的调整，同时可能会因为人民币在资本项目的不可兑换而形成新的市场分割格局，也会引发预托证券和海外市场之间的投机套利行为，但是，与预托证券可能带来的正面影响相比，这些负面影响应当是可以控制和克服的。

当前证券市场上引入中国预托证券(CDR)的使命

在对境内居民开放B股市场之后，中国证券市场将采取何种措施进一步对外开放成为市场关注的焦点之一。此时，引入中国预托证券成为一个引发热烈讨论的备选方式。香港《信报》2001年4月26日引述消息人士报导，中国证监会正致力研究让香港红筹股及蓝筹股在中国预托证券(CDR)市场上市的交易管理办法，近期多家包括中国移动、上海实业、中国联通、联想集团及中信泰富等红筹公司均表示有意在中国A股预托证券市场上市。

在当前讨论CDR的文献中，较多地介绍了美国预托证券(ADR)的运作及其对中国证券市场的借鉴。但是，需要强调的是，不管监管当局是否打算推出、何时推出中国预托证券，中国预托证券的特定经济功能、特定的现实使命实际上要取决于中国当前特定的金融市场环境。或者说，当前如果要推出中国预托证券，必然有其独特的经济使命。

一、成熟市场的预托证券主要目的是方便投资者低成本地投资境外证券，并且为筹资者获得更广泛的投资者基础

所谓预托证券，是一种可转让的、代表股份的凭证，其根据发行地区的不同而区分为不同的形式，如果只在美国发行，就是常见的美国存托凭证（ADR）。中国内地近年来很多在香港上市的大型国企以及香港特别行政区的大盘蓝筹股，像中移动、中石油、中石化、中海油、汇丰控股、和黄及盈动等，一般都在美国同时发行 ADR，因为一方面可以达到在美国上市交易的目的，又可以避开美国复杂的上市手续和较高的费用，这样可以使得美国投资者能够以较低的成本在本土买卖其它国家发行的股票，同时为筹资者获得更为广泛的投资者基础。此外，有些美国投资机构不准投资于非美国证券，但可投资于美国预托证券，因此可以逃避管制。

如果要发行中国预托证券，则预托证券所具有的上述这种降低交易成本的优势当然是其重要的使命之一，这主要是为国内的投资者提供一个投资红筹股的渠道，也为香港上市的红筹股利用国内证券市场提供了可供选择的途径。

但是，从当前中国证券市场的发展趋势看，如果要发展预托证券，其经济使命应当不仅仅局限在这一点。

二、推动 A 股市场的开放

在当前分割的市场格局中，A 股市场尽管取得了相当长足的发展，但是也同样存在不容忽视的问题，如上市公司总体素质不高、市盈率居

高不下、市场投机气氛浓厚等。解决这些问题需要多方面的措施，如强化信息披露、加强市场监管、培育机构投资者、更多地发挥市场机制在发行到交易等各个环节的作用、建立退市机制等。但是，在中国加入世贸的背景下，通过预托证券等方式推进A股市场的开放同样是逐步解决这些问题的可行途径之一。

通过预托证券来推进A股市场的开放，能够将经营管理水平相对较高的红筹公司引入A股市场，这对于增大市场的有效供给、培育投资理念是有积极意义的；同时，由于红筹公司基本上是按照国际管理进行运作，因而对于带动内地上市公司运作水平的提高也有积极的意义。

三、缓解B股市场的压力

B股市场对境内居民放开的政策，迅速地推动了B股市场的快速上扬和A、B股差价的缩小，这是投资者的市场选择的结果，并不能简单地斥责为B股的全面投机化。相比较而言，在B股市场开放之前，其较低的市盈率和相对A股市场较好的上市公司素质，使得B股对于内地投资者而言依然是一个有投资价值的选择。

因此，B股的投机性上涨反映了内地投资渠道的狭窄和有投资价值的金融产品的缺乏，此时引入预托证券有助于缓解B股市场的压力，满足市场投资的需要。

四、为国内投资者建立了适应经济开放需要的境外投资渠道，能够矫正红筹股治理结构上的缺陷

内地投资者通过预托证券，就能够以人民币投资境外上市的公司，

这就为内地居民提供了适应经济开放需要的境外投资渠道。

另外，近期香港市场开始重视上市公司的治理结构问题，强调上市公司应当充分协调投资者、经营管理阶层、债权人和用户等相关利益人（stakeholder）的关系。在对于中国移动等红筹股的批判中，“过分讨好股东、漠视用户利益”可以说是最为尖锐的一个治理结构上的缺陷，国际投资者倾向于认为这一缺陷并不利于上市公司的持续增长。以中国移动公司来说，国内的消费者以相当高的使用成本，为中国移动带来了良好的经营效益，使得中国移动能够向境外的股东提供良好的回报，但是，内地承担中国移动的高额成本的用户却不能购买中国移动的股票来分享其高增长带来的收益。中国预托证券的引入能够在一定程度上缓解这一问题。

五、为国有股流通和社会保障基金进入市场提供渠道

在引入预托证券的同时，可以考虑在红筹股中探索国有股流通的试点，这是因为红筹股的国有股流通涉及面相对较小，市场震动也相对较低，市场的承受能力也相对较强，如果红筹股能够成功地推动国有股的流通，就可以为内地的国有股流通提供很好的参考和借鉴。红筹股中的国有股流通后套现的资金可以用于补充社会保障资金的不足，降低国有股比重后的红筹股也能够更好地争取国际投资者的认同，赢得较高的市场价格水平。

另外，社会保障资金能否进入市场也是当前中国金融市场上的一个重要问题。因为内地股市的投机气氛相对较为浓厚，社会保障资金缺乏与其风险承担能力相适应的投资品种，相比较而言，预托证券能够更好地满足社会保障资金的投资要求。

六、为引入外资金融机构提供土壤

中国加入世贸之后，外资金融机构的大规模进入是必然的趋势，这些外资金融机构的进入能够促进中国金融市场的竞争，与国内的金融机构共同促进中国金融市场的发展。对于中国证券市场来说，外资证券公司和基金公司的进入能够引入良好的投资方式和投资理念，有利于市场制度的完善。

但是，由于在中国加入世贸的初期，人民币在资本项目依然会保持相对较为严格的管制，外资金融机构在中国证券市场上可以开展的业务空间相当有限，这必然会制约外资金融机构进入内地市场的步伐。引入预托证券，就为这些金融机构提供了一个很好的进入中国市场的契机，因为这些机构一般熟悉香港市场和国际市场管理，对于红筹公司也比较了解，因此能够较快地开展对于预托证券的投资，从而赢得一个开拓中国市场的立足点。

七、引入中国预托证券的条件基本已经具备，具体的推进措施取决于监管当局的市场开放战略和总体考虑

综合考虑多个方面的因素，我们认为，当前中国的证券市场已经基本具备了引入预托证券的条件，至于具体的引入时间则取决于监管当局的市场开放战略和总体考虑。市场上对引入中国预托证券后的一些负面影响有诸多担忧，其中许多担忧实际上并不存在。

（1）中国预托证券对于外汇市场和国际收支并不会形成冲击。因为预托证券是以人民币计价的，而且总体规模会相当有限，因而对于

外汇市场并不会形成显著冲击。同时，其积极意义还在于，预托证券的引入，会减少那些因为寻求投资机会而外逃资本的规模，对于国际收支还有积极的支持作用。

（2）中国金融市场上已经形成了比较完善的证券市场体系和一个竞争性的银行体系，完全能够满足对于预托证券的监管、交易和托管等各个环节的要求。

当然，预托证券的引入，必然会引起A股市场的调整，同时可能会因为人民币在资本项目的不可兑换而形成新的市场分割格局，也会引发预托证券和海外市场之间的投机套利行为，但是，与预托证券可能带来的正面影响相比，这些负面影响应当是可以控制和克服的。

在下一阶段金融市场的发展中，哪个市场应当成为主导性的发展力量？目前看来，最大的可能之一，就是企业债券市场。

中国企业债券市场有大机遇

——巴曙松博士、张宁博士访谈录

一个完整的资本市场，应该包括均衡发展的股票市场和债券市场。去年下半年，中国证券市场的主角似乎突然变成了企业债券，随着金茂债、首都公路发展债、中航技债、国电债、神华债、远洋运输集团债、三峡债、中信金融债等债券的登场，投资者表现出空前的投资热情。这是否意味着中国的企业债券市场已处于快速发展的起步阶段？怎样看待中国债券市场的发展现状？如何把握公司债券的发展趋势？《上海证券报》记者就这个热门话题，与中山大学岭南学院金融学教授、中国证券业协会发展战略委员会主任巴曙松博士，中国人民大学财政金融学院兼职教授、美国普林斯顿大学经济学博士、中国证监会规划发展委员会委员张宁博士进行了对话，请他们发表自己的看法。

发展企业债券市场的三重意义

记者：如何评价发展企业债券市场的积极意义？

巴曙松：所谓企业债券，是指企业依照法定程序发行并约定在一定期限还本付息的有价证券，它代表了发行债券企业和债券投资者之间

的债权债务关系。从整个债券市场的结构看，企业债券和政府债券、金融债券共同构成了债券品种体系，并同样具有其他债券所具有的契约性、收益性、流动性、风险性等债券的基本特征。

去年以来在股市处于调整阶段，企业债市场却出现了发行规模扩大、机构和中小投资者踊跃认购的现象，目前看来，这并不是一个偶然的现象，而是中国金融市场发展的客观要求。从中国融资结构的发展历程看，20 世纪 90 年代中期银行的间接融资显然占据了主导地位，随后股票市场的快速发展成为推动金融结构调整相当活跃的重要力量。现在，中国金融市场的发展已经进入一个需要债券市场快速发展的新阶段。

企业债券市场在成熟金融市场上的重要作用和地位，是大家耳熟能详的现实。即使是对债券市场的快速发展持批评态度的美国著名经济学家坎特伯雷也承认，“债券市场”已经成为“比总统更能影响每个人生活”的现实存在。从当前中国金融市场的发展看，企业债券市场发展的积极意义主要表现在两个层面：

首先，从微观层面看，企业债券市场的发展有利于拓宽企业资金来源渠道，建立企业的主动型融资渠道。同时，企业债券的发展促使金融市场交易工具更为丰富，吸引更多的投资者参与，提供市场化的利率波动信号，从而推动金融市场规模扩大、功能增强。

其次，从金融市场结构的发展看，企业债券市场的发展实际上同时关系到资本市场与货币市场、股票市场和债券市场的均衡发展。国际经验表明，缺乏一个完善的企业债券市场，不仅会直接制约资本市场的发展，同时也会影响货币市场的流动性及其运行的效率。从中国当前的市场结构看，企业债券市场的发展还在客观上具有促进债券市场与股票市场均衡发展的作用。

张宁：发达国家的债券市场，特别是公司债券市场，发展到今天已经经历了一个漫长的过程，它的存在为各地政治和经济的发展起到了不可估量的推动作用。因此，我们可以从这样几个方面来认识我国发

展公司债券的意义：一是从公司本身看，公司融资的三个主要途径是发行股票、公司债券和银行贷款。公司债券和银行贷款同属债务，公司的资本结构中，债务应该占一定的比例。债务过高会增加公司的流动性与破产风险，债务过低则表明资金运用效率偏低。因此，不同类型的公司选择不同比重的公司债券发行，有利于公司财务杠杆的良好运用。二是从投资者的角度看，不同的投资者可以根据自身承担风险能力的大小，选择不同的投资品种。作为投资者投资链上重要的一环，公司债券是必不可少的。三是从大的市场结构框架上看，资本市场的根本作用在于尽量为资金寻求最高效的用途。当然如何定义高效与社会财富如何分配非简单之事，也难有定论。因为无论什么社会、什么时代，发展无不是在增长与分配之间求得平衡。但无论平衡在哪里，对高效率的资本市场的两个最重要的组成部分——股票与债券市场的重要性，如何强调都不过分。研究其发展历史，对建立一个健康成熟的公司债市场是必不可少的一课。

公司债券与企业债券的区别

记者：公司债券与企业债券有什么区别？为什么说中国目前没有真正意义上的公司债券？

张宁：按照《公司法》的解释，公司债券是股份制公司发行的一种债务契约，公司承诺在未来的特定日期，偿还本金并按事先规定的利率支付利息。之所以采用公司债券的说法原因有二：一是合规合法，与《公司法》相一致；二是从我国以往发行的债券看，都有政府作担保，发债企业和投资者都几乎不用承担风险的债券。因此，为了有别以往，我们把完全按照市场化运作，纯粹属于公司自己商业行为的债券称为公司债券。对中国证券市场来说，最具挑战性的公司债这两年基本停止，只有特批的国有企业在发债。所以说，中国市场化的公司债券市场还

处在非常原始的阶段。

巴曙松:如果按照严格界定的所谓公司债券的定义,可供我们分析和研究的范围就很小了。为了拓宽我们的分析视野,我们把企业发的债券统一称为企业债券,公司债券在此只是企业债券中的一个特定的部分,我们在讨论中不作严格的区分。

从风险程度划分,企业债则可以分为高质债和低质债,后者又称垃圾债。与其他债券相比,企业债券的主要特点首先是风险性较大,公司债券的还款来源是公司的经营利润,但是任何一家公司的未来经营都存在很大的不确定性,因此公司债券持有人承担着损失利息甚至本金的风险;其次是收益率较高。根据风险与收益成正比的原则,要求较高风险的公司债券需提供给债券持有人较高的投资收益;对于某些债券而言,发行者与持有者之间可以相互给予一定的选择权。

中国企业债券市场发展状况

记者:如何评价当前中国企业债券市场的发展现状?

张宁:我国公司债券的历史要早于股票。80 年代初期,一些企业为筹集资金,自发地向社会和内部发行了不同形式的有价证券,揭开了我国公司债券的发展序幕。

从公司债券的发展过程来看,大致可分为四个阶段:萌芽阶段(1984 年到 1986 年)。在此期间,国家对其尚没有进行规范管理,也没有相应的法律法规。快速发展阶段(1987 年到 1992 年),1987 年 3 月 27 日,国务院颁布实施了《公司债券管理暂行条例》,这是债券市场发展的一个重要观察指标。第三阶段是所谓整顿阶段(1993 年到 1995 年)。1993 年 8 月 2 日,国务院修订颁布了《公司债券管理条例》,当年开始经济治理整顿工作,公司债券发行计划改为新增银行贷款解决(债转贷),从 1994 年开始,公司债券品种归纳为中央公司债券和地方

公司债券两个品种。第四阶段可以说是规范发展阶段(1996年至今),其重要特点是发行规模不断扩大。

巴曙松:尽管中国的企业债券市场在不长的时间内取得了可观的发展,但是实际上目前在整个金融市场结构中所占的地位相对来说还很低。目前我国企业债券的交易场所只有深沪两市的交易所,每天仅成交几十万元,企业债券的交易年换手率仅为0.23,远低于国债交易2.1和股票交易1.92的换手率。而流通市场的这种状况又直接限制了发行市场的进一步扩大。为了弥补企业债券市场发育的滞后,企业债券的发行利率都普遍较高。

不过,去年中国企业债券市场的发展也出现了一些值得关注的积极变化,这主要表现在企业债券市场的发行规模明显扩大,企业债券募集资金用途限制有所放松。1993年出台的《企业债券管理条例》中所要求的企业债券所募资金应当按照审批机关批准的用途用于本企业的生产经营的约束,实际上在2002年4月金茂(集团)股份有限公司发行的10亿元企业债中就有所突破,因为该项筹资是用于偿还旧债。另外值得关注的是,一些发债企业通过发行中长期债券或浮动利率债券来绕过1993年出台的《企业债券管理条例》中规定的企业债券利率不得高于银行同期居民储蓄定期存款利率的40%的限制。2002年9月,国家计委、中国人民银行、国家外汇管理局等三部门联合发布的《国有和国有控股企业外债风险管理及结构调整指导意见》,允许符合条件的国有大中型企业发行外币债券,用于调整外债结构。如果把这些发展连贯起来考察,实际上这些突破为企业债券市场的发展,创造了十分有利的条件。

记者:目前企业债券市场发展中存在哪些主要问题?

巴曙松:企业债券在整个债券市场中所占的规模很小,企业债券市场的发展不仅明显落后于国债市场,也同样明显落后于股票市场。导致企业债券市场发育滞后的原因是多方面的,其中既受中国金融市场作为一个新兴市场的影响,例如新兴市场通常更为注重银行和股票等

筹资能力更强的市场，而忽视企业债券等的发展，也受中国金融市场作为一个转轨市场的影响，如迄今为止企业债券的发行过程依然带有浓厚的计划经济色彩。具体来讲，值得关注的主要有以下几个方面：

首先，由于受特定的金融体制的影响，企业债券市场在与股票市场、银行等融资渠道的竞争中并不具有比较优势。目前，银行体系在中国的融资结构中依然占据支配性地位，而股票市场有特定的股权结构、特定的制度条件形成的高市盈率特征，这就使得债券市场成为企业进行筹资战略选择时并不优先考虑的渠道。然而，按照西方金融市场的假设，对公司融资手段的取舍有一个次序，先是留存盈利、债务、股债中间产品如优先股或可转债，最后才是股票。在西方的公司发展历程中，这个次序基本上没有太大的改变，无论是在修建铁路时期，还是在电信革命时代，债券融资都优先于股票融资。但是，在中国的金融市场上，由于特定的制度因素使得这种有利于债券的融资优先次序并不存在。

其次，企业债券市场目前可以说是金融市场中计划经济色彩最为浓厚的一个子市场。这从政府对企业债券发行主体、发行规模、利率水平、资金用途等的严格限制中就可见一斑。仅仅以企业债券的监管条例为例，《企业债券管理暂行条例》和《公司法》是目前发行债券仅有的法律法规，从发债目的上，这两个法规的基本理念还是主要为筹集建设资金而设计的。目前，随着金融市场的不断发展和中国经济的转轨，企业发行债券的用途已发生了重大变化，企业债券募集资金不再像原来那样主要投向一些重大基础设施建设项目，而是更多地开始从企业本身财务结构的需求出发。例如，2001 年中国移动通信企业债券募集资金就是主要用于归还银团贷款的。

第三，缺乏能够支持企业债券市场高效运行的金融基础设施。这主要包括统一的登记托管机构和高效的清算、结算体系，以及充分及时披露的企业债券信息。

另外，历史上因为种种客观原因导致的企业债券发行中出现的问

题，也使有关市场主体对企业债券持十分谨慎的态度。实际上，从市场发展的历程看，企业债券市场是早于股票市场的，但是，因为特定的原因导致部分发债企业不能还款，进而在一些地区形成挤兑现象，有的还由银行承担风险，使得投资者对一些信誉程度不够的企业债券持十分谨慎的态度。

张宁：我认为首先是缺乏有效的法律环境，公司破产程序不明晰，《破产法》不太适合债券，没有一套完善的破产程序。

其次是监管主体的不清晰。目前，中国公司债券市场的管理很不规范，公司债券的管理实行规模控制、集中管理、分级审批。债券发行前必须先取得国家计划主管部门下达的债券发行计划，并需要取得中国人民银行同意其发行债券的批文，债券发行后还需要向交易所提出上市申请，而负责监管的又是证监会，多头管理十分严重，从而导致风险完全集中于政府，使得企业债券事实上得到了政府信誉的无形担保。

三是发行主体单一，基本上是国有的、有政府背景的大公司，缺乏民营公司。

四是债券评级机构短缺。

五是投资者的人文环境不成熟，投资者缺乏对债券投资风险的防范意识，中介机构也没有对发债主体甄别约束的经验和能力。

成熟市场的经验教训

记者：中国的债券市场发展应当从成熟市场中吸取哪些经验和教训？

张宁：历史上，对债券的需求往往和战争、开拓新兴市场和大规模基础建设联系在一起。几百年前，欧洲的每一次战争都导致庞大的资金需求，其数额之巨远非几个富人所能承担。债主多了便有交易的需求，于是战争逐渐与债券集资形成了紧密的联系。公司债券市场在这一社会背景下的巨大突破发生在18世纪末到20世纪初欧

美各国修建铁路网期间。经济发展需要铁路形成网络，最早的几条铁路是借助政府信用以股票，特别是债券形式进行融资的。随着规模的扩大，私人公司开始占主导地位，而融资形式绝大多数为债券。但是由于过度投资，铁路建设过度，公司之间恶性竞争，利润大幅度下滑，投资回报急剧减少。大批铁路公司陷于破产并进行重组。经历了一次大的波动后，债券市场比过去成熟了许多，而评级机构的出现使市场比过去更加透明。

在70年代后期，公司债的另一场革命悄然发生。1977年，高收益债又称垃圾债开始发行。80年代资本市场的另一个重要组成部分——杠杆收购市场也与垃圾债联系紧密，很多用来收购的资金正是来自于垃圾债的发行。杠杆收购的目标公司通常是现金流稳定，债务不是过重，或内部管理效率不是很高的上市公司，以很少的资本，加上用公司的资产作抵押，发行大量的债券。杠杆收购中大量的债务负担对可能成为收购目标的公司管理层形成巨大压力，并借此大大提高了公司的运营效率，真正运用了市场手段提高了公司的治理水平。

今天，公司债市场已相当成熟，除电信债以外，其他产业的公司债表现基本上都能反映市场情况。整个市场不论是价格、收益率还是新发债融资能力，随着经济周期与产业周期而上下波动。

总之，政策与市场机制的完善是市场发展的直接后果。在美国，资本市场从无到有，基本构架开始是一片空白，而每次危机都推动了市场向前迈进一步。铁路投资危机期间，市场力量推动了评级机构的出现。20世纪30年代大萧条，完全自由化市场的失败直接促成了政府监管机构的开端。而近来的安然和世通事件又直接促使Sarbanes－Oxley法案的通过，以加强公司治理。一个具有强大生命力的市场，不碰到问题是不可能的，重要的是市场本身和其赖以生存的社会有自我调节以及自我完善的能力。

巴曙松：仅仅用主要的衡量指标来比较，当前中国的企业债券市场发展的空间是相当大的。从国际比较看，美国的股票市值相当于国内

生产总值(GDP)的168%,债券相当于国内生产总值(GDP)的143%;日本的股票市值为GDP的96%,债券为GDP的136%;欧盟15国股票市值为GDP的92%,债券为GDP的82%;全球统计债券相当于GDP的95%。而中国2002年末银行间市场、交易所市场托管的债券,再加上凭证式国债,总共为2.8万亿元,债券总值相当于GDP的29%左右。这与4.8万亿元的股票市值,16万亿元的银行资产相比很不协调。目前,债券市场不仅在数量上无法与国际发达国家的债券市场相比,而且债券市场品种结构十分单一。国债余额的近1.7万亿元,金融债1万亿元,而公司债只有400亿元。同时,债券市场只有现货,没有衍生产品。这些是中国债券市场未来发展需要弥补的地方。

另外,我们更多地应当深入总结成熟市场中的企业债券市场的发展经验。欧美市场我们姑且不去比较,仅仅从我国香港这个国际金融中心发展企业债券市场的历程来看,就有不少值得借鉴的地方。我国香港的债券市场开始于1990年,在主要的国际金融中心中显然属于起步较晚的,但是近年来其发展相当迅速。截至2001年6月,香港托管在债券中央结算系统(CMU)内的债券数达3 400多亿港元,港元债券余额与香港GDP的比例为37%左右。同时,香港债券市场的交易比较活跃,债券流动性较强。据统计香港平均每个交易日成交190笔现券交易,日均交易结算量达219.8亿港元,债券平均周转时间仅为15天;债券品种也比较齐全,期限结构比较合理,发债主体的性质各样;市场上流通的债券,既有固定利率债券又有浮动利率债券,既有附息债券又有零息债券,期限结构也十分全面合理。从基础设施看,香港债券市场拥有统一的债券中央结算系统(CMU)和先进的即时清算支付系统(RTGS),香港金管局(HKMA)还通过CMU和RTGS,向市场机构提供即日无息质押融资和隔日有息质押融资等形式的流动资金管理支持服务,使市场基础设施的性能更加完善;在交易制度上,香港债券市场已经有明确的做市商制度,整个债券市场比较统一,基本实现了机构间市场与交易所市场、专业市场与零售市场的统一。

从我国香港债券市场的发展历程看，当前内地企业债券市场的发展，应当关注以下几个方面：首先，要有一个整合机构投资者和个人投资者的统一的市场，有广泛的投资者基础。其次，要保持市场良好的流动性。第三，必须有高效率的、统一的交易场所，这个交易场所当然既可以是交易所市场，也可以是场外市场。第四，要有完善的金融基础设施，如完善高效的托管、清算、结算等系统。另外，考察香港的债券市场还不能忽视一个前提，就是香港拥有内地市场所不具备的充分市场化、国际化的金融环境，这包括市场化的利率体系、发行规模和发行主体上的市场化和多元化，等等。

企业债券的流动性

记者：为什么应当特别关注企业债券市场的流动性？

巴曙松：对于还处在起步阶段的金融市场来说，市场的流动性是相当重要的，因为良好的流动性是企业债券市场吸引大量投资者，特别是机构投资者加入的一个重要条件，也是企业债券市场保持高速发展的一个基础。

近年来，应当说企业债券市场的流动性是有所改善的，但是，确实也存在很多的问题。我们可以从两个方面来衡量企业债券市场的流动性，首先我们当然要看换手率的高低，同时我们也应当关注一笔较大金额的交易是否能够很方便地完成成交，完成成交后是否会对市场价格形成较大的冲击。目前来看，这两个方面的差距是明显的，因为当前企业债券市场规模小、品种有限，使得市场的流动性低，投资主体单一，市场交易清淡，大额交易的冲击自然相对较大。虽然我们并不能完全由此作出结论说，当前企业债券市场之所以滞后于国债市场和股票市场主要是因为企业债券流动性太差，但是这确实是一个值得重视的方面。

张宁：我要特别强调企业债券市场的流动性对于吸引机构投资者的意义。我们在呼吁扩大企业债券市场的投资者基础时经常会提到要扩大机构投资者。那么，机构投资者在具体的投资活动中会十分看中什么呢？其中一个关键的因素，就是流动性，如果企业债券交易市场上始终存在交易对手，那么，机构投资者就可以根据需要随时以比较合理的价格转让所持有的企业债券，从而满足机构投资者的流动性管理需求。但是，目前在这一点上企业债券市场确实存在相当大的差距。当前无论是交易所交易还是柜台交易有不少是有行无市，投资者购买企业债券后几乎没有流通的机会，如果打算在企业债券到期前变现，只有选择提前兑付，造成较大的利息收入损失，这样就制约了机构投资者的参与。

巴曙松：实际上企业债券市场流动性的缺乏是其发育滞后的一个综合反映，是由多方面的因素导致的，改进债券市场流动性的思路，在当前应当突出强调市场化，强调放松对发债市场的管制，例如要放松对发债主体的管制，促使企业自主增加债券品种，鼓励企业调整企业债券期限结构，缩短发债时间，同时积极培育企业债券基金等机构投资者，促进整个企业债券市场的快速发展。

完善企业债券市场监管

记者：如何完善企业债券市场的监管？有人建议，根据中国资本市场的发展阶段以及企业经营的现状，公司债券的发行审核应直接交由中国证监会监管。对此，你们是怎样看的？

张宁：由谁监管当然是重要的，但是怎样监管更为重要。我们应当区分的是，加强监管并不是加强管制，而是要诱导市场机制发挥作用，监管不能替代市场。

巴曙松：目前，企业债券发行采用的额度审批制，对发债企业的条

件、发债用途、债券利率都做了严格规定，企业发债需通过批准额度和批准发行两个阶段。因此，在企业债券的发行中依然保持了相当严密的管制。然而，严格的管制虽然在特定的条件下发挥了积极作用，但是它肯定不能适应企业债券市场迅速发展的需要。如果依然保持如此严密的行政管制和审批而不是进行市场化监管，那么，无论由哪个行政机关来监管，区别并不明显。

因此，当前更为重要的是，明确推进企业债券市场发展的市场化方向，在监管方面最为关键的一点，应当是推进企业债券发行逐渐向核准制转变。如果企业符合债券发行法规的要求，经有资格的承销机构推荐，经主管部门审核同意的，企业就应能发行债券。

在这一点上美国的监管经验值得借鉴。美国企业债券发行和交易必须遵循的法规主要有 1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》，以及 1939 年的《信托债券法案》。这些法律所要求企业债券的发行注册都只为了信息的充分披露，而不是为了限制某些证券的发行，某一证券是否要发行上市完全由发行公司自己决定。当然，企业债券在交易所上市的条件相对严格一些，例如纽约证券交易所要求上市的证券发行公司在规模、盈利和股东数目上都要达到一定的标准。因此，能够到纽约交易所上市的企业债券十分有限，绝大多数的企业债券都在没有任何限制的场外柜台交易市场（OTC）交易，而场外柜台交易市场只要定期提供报告就行了。值得关注的是，美国在企业债券发行上的要求如此宽松，并没有导致人们担心的乱发债券、乱融资、大量企业违约的情况。根据穆迪公司的统计，美国高收益债券每年的违约率大约为 4%；虽然高收益债市的坏账比率在 1991 年达到历史最高点，超过了 10%，投资者的回报也相当可观，高达 34.58%。因此，只要信息披露充分、监管到位、市场中介运作有效，企业债券市场是可能在保持快速发展的同时保持较低违约率的。

张宁：因此，对企业债券监管的基调，应当明确这样一个市场化的原则：只要企业需要，市场认可，能发出去，保证信息的及时披露，能及时兑

付，就应该给企业一个融资机会。另外，要放宽企业债券募集资金使用限制，在主要用于固定资产投资项目的同时，可以用于调整债务结构、资金重组等其他的用途。另外，要特别注意发挥承销商、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所的积极作用。特别需要强调的是，当前企业债券发行的多部门审批制，增加了发行成本，应当考虑予以调整。从监管职能上，应当从保护投资人利益、维护市场秩序出发，重点监督中介机构的公正、独立、真实鉴证，监督发行人的披露信息状况。

把握企业债券市场发展机遇

记者：如何把握当前中国企业债券市场的发展机遇？

张宁：当前中国的企业债券市场确实蕴涵着相当大的发展机遇。要把握这个机遇，当前特别值得强调的一点，就是政府不再给公司发债作担保。为了减少运行成本，可以首先发高质量的债券，然后，根据市场和投资者的承受能力发行其他各种债券；方法之二是鼓励民营企业发债，一方面是民营企业融资困难，有发债的积极性，另一方面是民营企业市场化运作程度高，有一定的风险承担能力。三是为防止投资风险，只容许机构投资者进入债券市场，普通的投资者可以通过购买基金的方式参与进来。毕竟，机构投资者有丰富的投资经验和及时的信息获取能力，自身能够承担投资带来的风险。因此，中国债券市场要发展，必须扶植大量的机构投资者，适当鼓励发展债券投资基金，方便一般投资者购买。最后，还要积极准备公司债券市场所需要的基础设施。很多公司债券的流动性会比股票差，因此对中介机构提供流动性有特别的要求。

巴曙松：在下一阶段金融市场的发展中，哪个市场应当成为主导性的发展力量？目前看来，最大的可能之一，就是企业债券市场。当前中国债券市场发展滞后对于金融结构调整、货币政策传导、金融机构经营

和投资者的投资选择等形成的严重制约，已经使“发展债券市场”成为一个广泛的共识。总体来看，中国企业债券市场的发展方向，应当是全国统一的、多层次、面向所有金融机构和非金融机构投资者的、完整的、健康运行的市场，这个市场同时覆盖场外债券市场和交易所债券市场，涵盖全社会投资者，运用统一的债券托管结算体系，在一个统一的发行市场上向全社会投资者销售和交易债券。

北京奥运体育工程的巨大资金流显然不可能过分依赖中央政府的财政支持，也不能过分指望北京市政府同期的财政收入。现代金融市场已经为不同形式的资金需求提供了许多可供借鉴的融资形式，奥运融资最有可能取得突破的，应当就是地方债市场。

北京奥运能否推动地方债市场的突破？

当人们从成功申办奥运的激情中平静下来，不难发现北京奥运这个巨大的体育工程，同时也是一个相当巨大的融资工程，其可能涉及的资金规模之大，可能出现的融资方式之复杂，都可能带动中国金融市场出现多个方面的突破，地方债市场就是其中最有可能的一种。

据北京市的粗略估算，为了举办奥运，北京市将直接投入1 800亿元人民币进行市政基础设施建设，由此带动的相关投资额将在3 000亿元左右，如果算上全国各地的企业及个人的投资行为，7年中北京奥运很可能吸纳十万亿元的资金。

这个巨大的资金流显然不可能过分依赖中央政府的财政支持，也不能过分指望北京市政府同期的财政收入。

那么，资金从何而来？现代金融市场已经为不同形式的资金需求提供了许多可供借鉴的融资形式，考察北京奥运的融资需求和当前中国的金融市场发展状况，奥运融资最有可能取得突破的，应当就是地方债市场。

无论是否承认，在中国当前的地方融资格局中，尽管中央政府禁止地方政府进行地方债的发行，但是事实上的地方债早就存在，所谓集资

就是变相的地方债。因此，在地方政府确实存在合理的融资需求的前提下，此时地方债的问题实际上就变成了是疏导还是堵的问题，以及以什么方式适当放开的问题。当然，对于地方债的监督如果不到位，失控的风险当然不小，一些发达国家，如澳大利亚至今仍不敢发行地方债，就因为地方债常常是沾上了就难以戒掉的毒瘾。

一、地方政府为什么需要发行地方债

从一般理论意义上说，即使不考虑中国地方政府为了追求政绩所进行的一些建设性的项目，而仅仅将地方政府的职能限定在提供公共产品方面，由于地方政府拥有相对独立的行政权，与此相对应，地方政府也应提供地方性的公共产品。同时，地方政府提供的公共产品具有地方性的特点，如地方交通、地方城市基础设施建设等，提供这些地方公共产品的资金目前主要依靠税收等来解决。但是，在当前中国基础设施严重不足，经济发展对基础设施提出更高要求时，地方政府在地方基础设施供应方面的资金缺口会显著加大，自然产生了地方政府的借款需求。如果地方政府，例如北京市政府，在特定时间阶段面临相当大的基础设施建设的需求，此时仅仅依靠税收根本是不可能满足的，适度发行债券进行借债就成为必然的选择之一。同时，以奥运融资为例，北京市建设的一些奥运项目有不少是拥有盈利能力的，这些项目的受益期不仅限于当期，而且可以递延到今后许多年。根据受益者分担成本的基本原则，作为公共服务中的资本，应该分摊到各期受益的人们身上，这就客观上要求地方政府进行借款来进行这种成本的跨时期分摊。

从北京奥运的情况看，发行地方债的需求也相当强烈。目前，我国各省、自治区和直辖市虽是一级独立财政，但无发债权，往往是中央发债，地方使用。为此，北京奥运要发行地方债，无疑需要突破现行不准地方发行债券的体制和政策限制。

如果北京奥运带动的地方债发行的突破成为可能，北京奥运发行的地方债中最有市场空间的就应当是市政债券。尽管从概念本身来说，市政债券在中国似乎是新债券品种，但从其本身特点看，实际上我国已经发行了很多类似于市政债券的企业债券。如20世纪90年代初期发行的投资公司债券、电力债券、铁道债券以及近几年各地建设投资公司发行的用于基础设施建设的企业债券。事实上，所谓市政债券，就是有财政收入的中央或者地方政府为筹集资金而发行的一种债券，这种债券以市财政收入作为还本付息的来源，有时则是政府以本政府范围内的财产和财政收入作为担保，请抵押银行发行债券，抵押银行以市政府的债权作抵押并向公众发行市政债券。从国际经验看，市政债券主要是用以筹集资金进行市政建设。市政债券的主要购买者是银行、保险公司和其他信用机构。但由于国外的市政债券的利息收入一般都免缴所得税，所以越来越多的个人也加入到了购买者的行列。

实际上，不给予地方政府合理的发行地方债的权力，同时将财力主要集中在中央政府，尽管在实施积极的财政政策，并扩大内需和抵御外部冲击方面发挥了一些积极作用，但是，这种不合理的财力分配格局也产生了许多负面的影响。仅仅从财政角度考虑，中央集中过多的财力，也就相应抑制了地方发展经济的积极性和活动空间，高度集中的中央支出也通常难以保证不同地方的、差异很大的需要。另外，这也将地方政府的一些偿债压力集中或转移到中央政府。

因此，综合考虑各个方面的因素，应当以北京奥运的融资为突破口，给予北京市以地方债的发行权，并利用这个机会，完善相关的制度法规，推动地方债市场的发展。

如果北京奥运试行的地方债发行成功，就可以稳步推广到条件具备的地区，首先允许地方政府依据当地的公共产品的需要并以其税入或者项目的收益为担保，发行特定类型和一定额度的市政债券，其作用应当严格控制在当地市政基础设施建设等。地方债市场的发展同时也会推动中国债券市场乃至整个金融市场的完善和整合，也为各种资金

（包括外资）提供了一种新的投资品种。

二、美国发达的市政债券市场为北京奥运地方债的发行提供了良好的借鉴

美国有着世界上最为发达的、以市政债券为主导的地方债市场，这无疑为北京奥运的市政债券发行提供了良好的借鉴。在美国，市政债占到美国整个债券市场相当大的比重。有些州发行的公路债，由于现金流量足、信用级别高，其发行利率甚至可以低于国债。

从美国债券市场的发展看，美国市政债券大致分为一般责任债券（General Obligation Bonds）和收入债券（Revenue Bonds）两大类。所谓一般责任债券，通常是以发行人的无限征税能力为保证；所谓收入债券，是发行人以经营所融资的项目取得的收入作为对债券持有人的抵押。市场收入债券的类型有许多，主要有机场债券（Airport Bonds）、专科学校和大学债券（College and University Bonds）、医院债券（Hospital Bonds）、行业债券（Industrial Bonds）、公用电力债券（Public Power Bonds）、资源回收债券（Resource Recovery Bonds）、海港债券（Seaport Bonds）、收费公路和汽油税债券（Toll Road and Gass Tax Bonds）和自来水债券（Water Bonds）等等，这些不同类型的债券最终通过法律的形式固定其专用性。经过多年的发展，美国发达的市政债券市场满足了美国公共部门、公共项目的大规模的长期性低成本资金需求，而这些资金需求显然是传统的金融工具（如一般的企业债券、股票）以及银行贷款所不能有效满足的。

由于地方债市场的发展最为容易失控，因而美国在市政债券市场发展进程中将风险管理和严格监管作为市场发展的前提。总体上看，美国债券市场上已经建立了对于市政债券从筹集、使用到偿还各个环节的严密的监管制度安排，保证了市政债券稳定性和安全性。特别值

得指出的是，美国市政债券的发行机构在发行之前时，必须经认可的信用评级公司对其债务偿还能力以及付息的意愿程度进行审核，并出具债券的信用评级；发行的规模受到地方政策预算的严格监督和约束。由于拥有较强的风险管理和监控制度，美国市政债券发展至今，其违约未偿付的比率较低。美国市政债券的违约率占所有已发行债券的比率低于2%。

当然，立足于中国财政体制的现实，美国州政府在发行市政债方面有许多成功经验在中国还受到许多限制。例如，美国的财政体系实行联邦财政、州财政和地方财政三级管理体制。三级财政各有其相对独立的财政税收制度和专门法，各自编制、审批和执行本级预算，有相对独立的财政税收制度和法律，各级政府事权和支出范围的划分明确，事权与财权统一。相比之下，中国虽然在1994年就开始实行分税制，但政府间事权划分不明晰，特别是生产建设项目投资权尚未能作出清晰的规定。因此，市政债券市场的发展，也直接涉及到财政体制的改革和完善。

三、中国当前实现地方债市场突破的基本趋势和框架

目前看来，要满足北京奥运庞大的资金需求，允许北京市政府在发行地方债方面有所突破看来是可能性相当大的政策发展趋势。那么，如果允许北京市在奥运筹资方面进行地方债发行的尝试，并且在部分条件具备的地方政府适当推广时，需要关注哪些方面的内容呢？

首先，当然是涉及到中央政府和地方政府的事权和财权的清晰合理的划分，这涉及到财政体制改革进一步完善的问题。其中一个重点内容，就是要硬化地方政府发行地方债券的约束，严格防止地方政府通过发行地方债造成其财政支出的无度和失控。

其次，初期中央政府可以注重行政审批，条件具备时逐步转向资格

认定，即对于合乎中央政府确定资格的地方公共项目给予地方债的发行权。中央政府需要制定系统性政府融资计划，对地方公债发行的主体资格、发债方式等进行动态审查和监测，严禁资金的挪用和“赤字债”现象的发生，保证地方债券资金用于经过批准的基础设施建设，而不是弥补经常性收入的不足，特别要明确地方债券的专用性以及以当地税入、项目收益为限的规模等这两个基本原则。

第三，建立有效的地方债市场约束体系。这首先是行政约束，中央政府、地方审计机关等作为行政约束的第一道防线；其次是中介机构约束，要求中介机构增进对于各个发债项目的跟踪分析；同时，与股票市场的强制性信息披露一样，地方债市场同样需要制定相对完善的信息强制披露要求。

第四，以奥运融资为契机，规范公债市场发展所需要的市场环境。这包括：地方债市场的基础设施，例如发行市场和流通市场建设，法律法规的修订和完善，中介机构的完善，债券信用评级机构的发展，等等。

中国企业到海外上市能否成功，最为关键的因素之一，就是能否建立良好的、符合国际惯例、能够保护投资者（特别是中小投资者利益）的公司治理结构，无论是国有企业还是民营企业，这个问题都是需要共同面对的。

公司治理与中国企业海外上市的成败

从海外投资者的角度看，要在证券市场上投资一家漂洋过海来上市的中国企业，他最为关注和担心的是什么？为什么一些一度热热闹闹的民营企业到海外上市，最终却落得一个不欢而散的结局？

海外投资者在对中国公司进行投资时最为关注的，除了公司的盈利能力等通常的方面外，已经越来越关注公司的治理结构和效率问题。研究表明，海外投资者愿意对公司治理良好的企业支付一个溢价：如果一家上市公司的治理结构合理，其股价水平会高于平均水平的一半。

至于民营企业海外上市，起步时候的热闹可能是财务报表诱人的高增长业绩，但是，正如通常海外投资者对中国上市企业的看法一样，他们认为尽管通过投资中国上市公司可以分享中国经济增长的成果，但是中国到海外上市的公司要么是占据战略性地位的大型国有企业，要么是迅速增长的民营企业，“大型国有企业太旧，民营企业太新”。在这种条件下，保持投资者对于企业的信心，就只能靠良好的公司治理。

什么是公司治理呢？简而言之，无非就是责任、权利、利益在不同利益相关者之间的分布。近一段时间在香港上市的民营企业出现的问题，根本问题还是公司治理结构方面的问题。这再一次说明，无论是国有公司还是民营公司，都面临着如何建立良好的公司治理机构，如何保

护小股东权益的问题。通常认为，公司治理机构的关键在于如何建立一套有效的监督、制衡及激励机制，督促管理层为实现股东利益最大化工作。实际上，目前同样值得关注的是大股东可能利用自己的控股地位，以及与管理层的密切关系，与管理层联合起来侵害小股东的权益。近期在香港上市的民营企业出现问题的关键，基本上都是大股东与管理层联手侵害小股东的权益，是家族式管理的民营企业转化为上市公司之后给中小投资者带来损失的问题。

近期在香港市场出现一些问题的民营上市公司，还有一个共同的特征，就是通过境外公司上市。根据香港上市的相关规定，凡申请在港上市的公司，若涉及中国内地资产或业务，都必须取得中国证监会的“中国法律意见无异议函”，否则不予受理上市申请。一些想到香港上市的民营企业为了逃避这一审批，常常绕道百慕大、开曼群岛等离岸市场注册，尽管仍以内地资产和业务为主，但却变成了“境外企业”，这些民营企业的资产所在地、公司注册地、上市地分别在不同的地方，本来监管起来就比较困难，如果再在公司治理结构上存在显著的缺陷，必然会打击投资者的信心。

从海外主要市场（对于中国内地企业来说主要是中国香港和美国纽约市场等）的监管要求和投资者偏好来看，海外监管者和投资者对于打算到海外上市中国企业关注的治理结构方面的问题主要集中在以下几个方面：

（1）强调董事会成员独立性。

例如，美国的监管机构要求，上市企业的独立董事在董事会中必须占多数，上市公司必须设立一个聘任委员会、一个薪酬委员会或由公司自行任命的具有相同职能的委员会和一个审计委员会。每个委员会都必须由独立董事组成。在具有特定控制权的公司，可以不要求建立这些委员会，但至少应当建立由至少三名独立董事组成的审计委员会。具有特别控股权的公司是指由个人、团队或其他公司持有超过50%的表决权的企业。在这类企业中，可以不必设立专门的聘任委员会或报

酬委员会。独立董事与所在上市公司不能有任何实质性的关联。公司员工在离开公司后5年内不得担任公司独立董事。

（2）企业重组后的产权问题。

无论是国有企业还是民营企业，内地企业在海外上市一般都要先进行股份制改造，尤其是原来的国有企业转换为符合香港或者其他市场上市要求的上市公司，除了要在会计准则、组织机构形式、股权划分等方面按照监管机构的有关法规和标准进行规范、重构以外，还需理顺企业与政府、主管企业、下属单位等之间的产权关系。特别是许多上市公司通常是从集团公司中分离出来的，因此与集团公司之间常常存在千丝万缕的联系，十分容易出现不正当的利益输送和转移，关联交易的规模也比较大，这些都容易导致对中小投资者利益的损害。

（3）建立及时高效的信息披露机制。

信息披露是引入外部市场约束的前提和基石，因此，是否建立及时高效的信息披露机制，也是衡量中国公司海外上市时公司治理结构效率的重要指标之一。例如，赴港上市的内地企业的信息披露除面向国内的信息披露渠道外，还应充分利用香港联交所的大利市广播系统在第一时间内将公司的消息向公众发布，并随即于第二天在香港的中英文报章上刊登出来；同时还需要不断创造条件以通过西方媒介同步披露信息，使境外投资者更充分、及时地了解各种信息，并要保证信息披露的准确性。美国的监管机构也要求要对公司董事、高级管理人员及审计人员对信息披露的责任和信息获得、处理、审计和发布的机制加强监管。

（4）强调内部审计制度的独立性和对一线业务的深入参与。

上市公司的内部审计职能是公司内部保护投资者利益的第一道防线，如果能够保证其独立性和有效运作，可以有效阻止部分虚假信息的发布，进而增强投资者对上市公司信息披露质量的信心。因此，投资者在考虑公司治理结构的质量时，也十分关注内部审计师在董事会和管理层之间的报告路线及其独立性和运作的质量。

（5）关注政府政策变动可能导致业务发展的不确定性。

通常意义上，政策的变动并不构成公司治理的内容。但是，从广泛的意义上来说，基于中国经济的特定状况，政府既是国有资产的所有者（通常是一些大型国有上市公司的大股东），也是社会经济运行的调控者和管理者，因此政府政策的变动与公司的运作和治理结构的效率实际上会形成复杂的互动关系。

对于海外上市的企业来说（特别是在香港上市的H股），不少公司的注册地是在中国内地，主要业务活动也在中国内地，不少公司的业务运作以及公司章程、适用的法律制度都是以内地的法律法规标准制定的，比如说外资股权比例问题、兼并收购问题等。这些法律制度上的差异也会影响到投资者对于上市公司的评价。

另外，对于一些大型国有企业来说，海外投资者还提出了一个所谓的"政策风险"问题。以在纽约证券交易所上市的中国海洋石油为例，根据公司拟订的章程，中海油是享有在中国海域对外合作开采油气业务专营权的国家公司。这种垄断性的地位本来可能是一种政策支持和倾斜，但是，在不少海外国外投资者看来，这可能正好是一种政策风险，中海油的海上石油专营权是否最终会被取消？如果取消会对公司产生多大的影响？等等。特别是在中国加入世贸组织之后，政府对于特定企业的扶持性措施还会受到世贸规则的制衡，从而也就可能受到投资者的质疑。一些受到政策扶持的大型国有企业在海外上市时，不少海外投资者都以不同的方式提出了类似的疑问。

因此，中国企业到海外上市能否成功，最为关键的因素之一，就是能否建立良好的、符合国际惯例、能够保护投资者（特别是中小投资者利益）的公司治理结构，无论是国有企业还是民营企业，这个问题都是需要共同面对的；如果处理不当，要么可能招致上市失败，要么可能招致上市之后的各种风波。

WITH THE TIDE OF FINANCE

基金

"我宁肯含含糊糊地对，也不愿严谨无误地错。"
——凯恩斯坦率地说

美国已经出现了这种情况，就是全部家庭（个人）的基金投资高于银行存款。正由于此，证券投资基金的发展在中国这个以银行为主导的金融结构中，具有相当广阔的发展空间。从发展势头看，中国2003年的基金发行规模必然会突破2002年的水平。

从证券投资基金看中国机构投资者的发展

最近，世界银行的一份研究报告中，就中国机构投资者进一步发展的指导原则提出了五个方面的意见，这主要包括：清晰的立法和监管；对私营部门和国外机构投资者提供公平待遇；提供多元化的投资机会和投资工具；专业化的资产管理；良好的销售渠道，等等。在中国机构投资者的构成中，证券投资基金的发展可以说是最为活跃，也是最为引人注目的。从中国证券投资基金五年来的发展历程这个角度看，我们可以对中国机构投资者下一步的发展原则作出一个对照和比较。

一、证券投资基金已经成为中国机构投资者发展中最为活跃的力量

功能金融理论的代表观点认为，共同基金的快速发展已经成为推动金融市场发生新的金融革命的主要动力。而共同基金之所以能够具有这一强大的变革能力，是与其特定的风险收益特征、流动性状况等密切相连的，共同基金的发展不仅影响到投资者的资产结构，而且直接影

响到货币政策的实施和传导，因而其影响力是立体性的。从功能金融理论的角度看，在银行的资产负债表上，负债方是存款，资产方是贷款。一个社会如果全部是这种资产负债结构，那么资产与负债之间，期限永远不匹配，风险永远不匹配，两边的市场价值也永远不相等；最好的结构，则是全社会的负债方是基金，资产方是证券。证券有充分的流动性。基金投资者不再存款，而是购买基金，那么这个社会的金融结构要优于商业银行或类似商业银行的金融结构。因此，将会有越来越多的人把自己的财富放在证券类投资——开放式基金上。美国已经出现了这种情况，就是全部家庭（个人）的基金投资高于银行存款。正由于此，证券投资基金的发展在中国这个以银行为主导的金融结构中，具有相当广阔的发展空间。

实际上，从1998年开始，中国证券投资基金在试点的5年时间内所取得的发展是相当显著的。截止到2003年3月份，当前中国的证券投资基金管理公司已从1998年初试点时的5家，增加到现在的23家（含中外合资基金管理公司2家），其中18家已发行并管理了基金；基金托管银行有7家；基金共72只，总规模1 292.29亿份，约占股票流通市值的10%左右，其中封闭式基金54只，规模817亿份，开放式基金18只，规模475.29亿份。目前市场上的72只基金在投资方向和投资策略上已出现不同的特色，除股票基金外，还出现了债券基金、指数基金、伞形基金等新产品，保本基金、ETF、LOF等新品种也正在积极研究开发之中，基金产品体系日益丰富。基金所倡导的价值投资理念越来越被市场认同与接受，对证券市场的影响日益扩大。特别值得指出的是，当前合资的基金管理公司已经有两家开业（招商、华宝兴业），同时还有多家中外合资的基金公司进入审核程序，显示出外资对中国基金市场发展的热情和信心。

据统计，已经存续3年以上的23只封闭式基金，每个基金单位年平均分红达0.138元，相当于一年期存款利率的6.97倍，2000年和2001年，商业保险机构投资证券投资基金的收益率均超过12%。尽管

2002 年中国股市处于调整时期，从 2002 年具有完整经营年度的 48 只封闭式基金和 3 只开放式基金（华夏创新、南方稳健、华夏成长）的净值表现看，考虑到当年的派息，2002 年这些基金总体缩水率为 9.48%，基金整体的平均净值跌幅小于大盘指数，显示出证券投资基金专业理财的优势初步得到发挥。

因此，中国的证券投资基金业在长达 5 年的试点期间，已经成为中国的机构投资者中最富有活力的组成部分，目前已经形成了相对完善的基金行业运作与监管体系。从中国的证券投资基金发展的运作历程和发展趋势看，证券投资基金应当说已经较好地完成了试点阶段，并且正处于一个规范制度基础上的迅速发展和大力推广阶段的起点上。从发展势头看，2002 年共有 22 只基金发行，2003 年仅仅按照现有基金公司和获得筹建批文的约 30 家公司每家发行 1 只基金计算，2003 年的基金发行规模必然会突破 2002 年的水平。

二、中国近年来证券投资基金快速发展的主要推动力

无论是从中国金融结构的调整，还是资本市场投资者结构的调整来看，中国的证券投资基金都存在快速发展的可能。在这个可能性的基础上，中国的证券投资基金在 5 年的试点期间获得如此快速的增长，主要有以下几个方面的因素：

首先，是管理层对于基金行业的扶持以及超常规发展基金业的一系列政策措施，使得基金行业获得了相当明显的“特许权价值”，对于起步阶段的基金业来说，这些扶持政策是一个很好的促进。

第二，不断降低的准入门槛，强化了基金市场的竞争，其中特别表现在基金公司发起人范围的放宽。从 2001 年 6 月开始，中国证监会开始实行“好人举手”制度，打破了市场一度存在的垄断格局。在日趋激烈的市场竞争压力下，2002 年基金行业呈现出频繁的更换股东、更换

基金经理的现象，显示出基金行业的市场化竞争环境初步形成。

第三，基金行业的创新十分活跃，基金新品种不断涌现，大量开放式基金后来居上，成为行业发展的主流品种；不仅有积极投资基金，还有消极的指数投资基金；不仅有单只基金，还有系列基金；此外，保本基金、ETF、LOF 等各种基金新品种也正在积极研究开发之中，等等。当前，以满足不同投资偏好投资者为主的创新始终十分活跃，从而积极为不同风险偏好的投资者，提供风险程度不同的品种，并且在销售方式、费用结构等方面也推出了不少的创新举措。

第四，便捷的基金销售渠道初步建立，分支机构众多的商业银行成为当前大多数基金销售的主要渠道，公司的直销、证券公司的代销也初步发挥作用。

第五，初步建立了覆盖基金运作各个环节的管理办法和规章制度，除《证券投资基金管理暂行办法》、《开放式基金试点办法》等法规、规章外，《证券投资基金法》正在加紧制定过程中，基金的交易规则更为市场化，交易所及时调整了基金申报价格的最小变动单位，这为基金业的快速发展提供了制度基础。

第六，以较快速度推进的基金业对外开放，也是促进基金业快速发展的一个重要因素。2002 年初，中国证监会颁布了《外资参股基金管理公司设立规则》，为外资进入基金行业扫清了障碍。目前，合资的基金管理公司已经有两家开业，同时还有多家中外合资的基金公司进入审核程序，QFII 开始进入运作程序，使得基金业的对外开放成为中国资本市场开放中相对而言最为快速的部分。

三、当前中国证券投资基金发展中值得关注的几个问题

第一，当前中国的基金市场缺乏一个具有公信力的、能够被广大投资者认同的基金业绩评价体系。例如，目前有的评价方法不考虑分红

因素单纯比较净值的高低，还有些评价方式忽略风险的因素仅盯净值增长率，这些评价方式实际上是对基金业绩的扭曲和对投资者一定程度的误导。

第二，发育良好的、可供选择的基础性金融产品的缺乏和一些金融市场发育滞后以及对基金公司业务范围的限制直接制约了基金业的发展。如果中国证券市场上的个股缺乏个性、齐涨齐跌，我们很难期望基金产品能够真正形成独特的风格。另外，一些金融市场发展滞后，也制约了基金业的发展空间，例如，在成熟市场上占据重要地位的货币市场基金，在中国市场上因为货币市场的发育滞后、市场分割一直没有出现，而中国市场上缺乏股指期货等风险管理工具，也相应地制约了基金公司的风险管理选择。另外，还应当积极拓宽基金管理公司的业务范围，受托资产管理业务是成熟市场基金公司的一项基本业务，基金公司在建立内部防火墙、加强内部控制的基础上是完全有可能开展这项业务的。

第三，中国基金业的进入门槛与国际成熟市场的水平相比还相对较高。因为市场发育阶段的差异，以及监管重点和监管理念的不同，在基金管理行业的进入门槛方面，中国基金市场的门槛设立标准，以及门槛的高度与主要成熟市场存在明显的差异。中国市场依然保持了严格的对发起人身份的约束、发起人经营状况和资本实力的要求、最低资本金要求和资产规模要求等等，而在主要的成熟市场上，这些门槛已经下降得非常低，许多门槛已经取消或者接近取消。相比之下，中国基金管理市场的门槛明显要高，这影响到基金业充分获取来自竞争的繁荣。

第四，对基金持有人利益的保护还有待加强。有效地保护基金持有人的利益，是基金市场可持续发展的前提。简而言之，对基金持有人利益的保护可以从基金管理公司的内部治理结构、基金的组织形式、托管人的参与、市场中介的作用、行业自律组织的参与、监管机构的介入等多个角度进行，其中的重点之一，是充分体现基金持有人对基金运作的影响力。目前国内的基金都被称为契约型基金，以基金契约来规定

基金投资人、基金管理人与基金托管人三者之间的权利义务关系。尽管从理论上说，三者共同形成所谓“基金三角”，其权利义务应基本平等。但在现有《暂行办法》框架体系下，基金持有人的代表缺位，持有人处于明显不平等的弱势地位，而基金管理公司的力量过大，造成基金持有人与托管银行的声音太小，这也是影响基金销售的重要制度原因之一。另外，保持及时有效的信息披露，也是对基金持有人利益保护的一个重要内容，通过增强基金公司的信息披露质量和透明度，也能够充分发挥公众的监督作用和外部制约机制。

第五，如果没有优良的业绩保障，基金的快速发展是难以持续的。在以开放式基金为主体的基金市场上，面对可赎回的特征，业绩的好坏将是投资者考虑的最重要的因素。

第六，要战略性地把握基金投资者结构的变动趋势。以过于短期的眼光看待基金的持有人，过于强调大规模的机构投资者的作用，就可能成为基金业面临赎回压力的一个投资者结构方面的隐忧。从发展趋势看，广泛的个人投资者的参与、充分吸收社会保障资金、企业年金等应当成为基金公司关注的重点。共同基金的风险收益特性，决定了其必须尽可能动员更为广泛的个人投资者介入。在美国的投资主体中，家庭是最为主要的投资者，其持有大约90%以上的共同基金资产。随着社会保障体系的日趋完善、人口结构老龄化的趋势日趋明显等，退休市场和社会保障市场上累积的大量资金也在寻求稳定的投资渠道，基金是一个重要的选择。按照我国社会保障体系建设总体方案的设计，社会养老保险由国家基本养老保险、企业年金和个人储蓄养老保险三个支柱组成。其中，前者由国家强制执行，后两者则是自愿购买。而企业年金是由企事业单位为员工提供的福利保障计划，从长远趋势分析，将基本养老保险中的个人账户部分分离并与企业年金整合，则企业年金就成为最有增长空间的基金投资者之一。

在西方市场找不到“产业基金”这个词汇，但以产业为投资重点的基金在西方市场俯拾皆是。而在中国，与证券投资基金的运作本来没有什么本质差别的产业基金，则还迷失在许多似是而非的争论之中。

为产业基金申辩

据说，关于产业基金争论的第一个问题，就是什么是产业基金，引发争论的主要原因，则是在西方市场找不到“产业基金”这个词汇。但是，需要指出的是，在西方市场找不到相应的词汇，而在中国市场上却获得蓬勃发展的事物不在少数；更何况，即使在西方没有“产业基金”这个专门的词汇，但是，以产业为投资重点的基金在西方市场俯拾皆是。

因此，在讨论之前，我们首先界定产业基金的定义。

目前看来，当前所说的产业投资基金，是指通过发行基金受益凭证募集资金，交由专业投资管理机构运作，基金资产分散投资于不同的产业或项目，以获取投资收益和资本增值的一种基金形态。参考近期正在讨论中的《产业投资基金试点管理办法》，其中也对产业投资基金作了定义：产业投资基金是一种主要对未上市企业直接提供资本支持，并从事资本经营与监督的集合投资制度，即由不确定多数投资者出资设立产业基金公司，委托产业基金管理人管理和运用基金资产，委托产业基金托管人托管基金资产，投资收益按投资者的出资股份共享，投资风险由投资者共担。

一、产业基金为什么呼之欲出

根据我们前述界定的产业基金的概念，目前在中国的金融环境下，产业基金的发展会带来多方面的积极意义。目前看来，这些积极意义主要表现在以下几个方面：

（一）提供新的融资渠道，改善融资结构。

当前中国金融结构的一个重要特点和缺陷，就是以银行体系为主导的间接金融占据主导地位，融资渠道过于单一和集中。从广泛意义上说，金融体系的功能无非是在资金的富裕方和资金的短缺方之间提供一种中介功能。因为不同资金供给和需求方的风险偏好存在差异，因而融资的渠道应当是多元化的。例如，对于只是愿意承担低风险的资金供给方，可以选择银行和债券型的基金；对于愿意承担较高风险同时又希望保持一定流动性的资金供给方，可以选择股票型基金等。如果开辟产业基金的方式，无疑增加了一种新的融资渠道。

（二）充分借鉴证券投资基金的发展和监管经验，促进产业融资体系的完善。

在近年来的快速发展中，证券投资基金获得了相当长足的发展，形成了一套行之有效的内部控制和外部监管的制度，这为产业基金的发展提供了一个参照。从总体上看，产业基金与证券投资基金的共同性和相似性远远多于其差异性，特别是在公司的组织形式、募集形式、管理和信息披露等方面。具体来说，产业投资基金与证券投资基金的区别在于：前者以直接投资为主，主要投资于实业项目和非上市公司股权，通过对投资项目进行资本运营使基金资产增值；后者则是以上市公司股票和国债为主要投资对象，属于间接投资。当然，为了保持基金资产的流动性，产业投资基金也可以进行一定比例的证券投资，主要投资对象是流通性比较好的国债和金融债券，但一般都有比例的限制。

实际上，产业基金与证券投资基金可以说是互补性的投资渠道。在美国，随着新经济的水分逐渐被压缩，2002 年美国股票基金的回报率为 -1.7%，而房地产基金的平均回报率为 25.6%。一些大投资者开始将目光转向房地产市场，许多已经或正在从科技板块撤离的资金，又重回到房地产市场中，如摩根·斯坦利、高盛集团、Starwood 集团今年纷纷筹资 10 亿多美元购买房产。

（三）产业基金能够提供新的股权融资的方式，减轻部分资金密集型行业对于银行债务高依赖形成的风险。

目前不少资金密集型行业因为缺乏股权融资的渠道，因而对于银行贷款等债务形成了相当高的依赖性。这种融资结构使得当前不少企业都背上巨额债务，稍微运作不善就有可能陷入资金周转困境。若这些企业能够获得房地产投资基金的投资，可以大大削弱该企业对银行贷款资金的依赖性。

这一特点在房地产行业表现的十分明显。即使不考虑当前房地产行业所普遍形成的高负债的资产负债格局，仅仅从房地产行业的发展趋势看，行业发展过于分散的特征十分明显，亟需进行整合。据调查，目前中国房地产企业有 3 万多家，但是以单个项目开发公司为主，规模小且缺乏持续开发能力，资产负债率平均在 60% 以上，自有资金所占的比重相当小，主要靠银行贷款和项目销售回款来周转。产业基金的介入，能够对优势企业形成激励，从而促成房地产企业的整合。

（四）产业基金所具有的专家理财特征和积极股东主义的倾向有利于资本运用效率的提高。

基金作为一种投资工具，最为典型的特征之一就是专家理财，这是有利于资金使用效率提高的。

同时，产业基金的投资通常是股权投资，积极的产业基金能够对所参股公司的经营管理形成外部的压力。考虑到产业基金对于分散风险的基金特性的要求，它不会对一个企业投入大量的资金从而获得控股的地位，按规定一般不会超过 20%。处于小股东地位的房地产投资基

企必然会更加关注企业的规范化运作。

从市场影响看，产业基金主要投向特定行业的优秀企业，就必须有系列评判公司经营战略、专业水平、财务状况、核心竞争力和投资项目优势的指标。产业投资基金实施专业的管理和独立的决策，这对于建立和完善公司治理结构、引导企业的行为十分有益。

（五）产业基金提供了进行多样化资本运作的可能。

具体来说，产业投资基金既可以直接投资于好的项目获得投资收益，又可以随时介入多个项目保证主业的稳定增长性；既可以进行全程投资，又可以进行阶段性投资，获得阶段性运作的收益；既可以对项目进行整体收购，又可以进行杠杆收购，以高财务杠杆效益获取股权投资收益；既可以对特定行业的一级市场进行参与，又可以介入二级市场的交易；在资金空闲时期还可以投资于短期资金市场或进行证券投资，保证资金的安全性和流动性，从而体现资金的时间价值并实现收益的最大化。

在房地产领域，产业基金所可能发挥的资本运作功能十分明显。如有的公司以投资的形式收购闲置、空置房产，形成大规模资产池，然后通过传统的租赁经营、销售变现等手段将不良资产转变为优良资产，再实施房地产阶段性权益投资、房地产证券化运作和房地产信托等方式，最终实现资产流动性和收益性，这对于整个房地产市场的健康发展形成了良性的推动力。

实际上，在不同的金融环境下，产业基金能够进行的资本运作方式也是不同的。美国的产业基金大多投资于高新技术和企业创业初期，但日本的产业基金则是分散投资于各行业，体现一种稳重的投资理念。究其原因，一是日本的产业基金由金融业投资者较多，故投资者倾向于风险不高的行业和方式。二是据统计，日本企业股票公开上市平均约为公司成立后30年，而美国企业平均设立6年后，股票便可公开发行上市，致使美国的产业基金乐意投资于初创期的企业。

（六）产业基金的发展有利于投融资体制改革的推进和产业结构

的调整。

当前，国家正在积极推进投融资体制改革，研究以登记备案制代替行政审批技改项目的技术改造管理办法。以后对新项目上马的行政审批力度也会减弱。但是这些国家放权的投资项目钱从哪里来？答案与上面一样，需要民营金融和产业基金。

另外，产业基金也可以与产业结构调整与升级相配套，例如通过设立产业基金来鼓励一些行业的发展。当前，中国政府正着手加强对产业发展的引导和管理，其具体安排，则是通过制定产业政策和行业规划，合理引导投资者的投资行为。建议编制并发布产业投资指导目录，将鼓励发展、限制发展和禁止发展的行业和产品列入其中，以此作为项目审批、项目融资、土地批租和税收减免等工作的衡量标准。这实际上也为产业基金发展创造了空间。

二、产业基金发展的国际视角：以地产基金为例

从国际范围看，产业基金起源于19世纪末一些私人和银行家将富裕的资金投资于石油、铁路和钢铁等行业。第二次世界大战后，美国于1946年成立了第一个民间募集的创业投资ARD，进而在民间的强烈资金需求下于1958年通过了中小企业投资法案，更好地便利创业者通过此项制度获得资金支持，刺激着产业基金的迅速发展。与美国形成鲜明对照的是，日本的产业基金发展始于1963年，当时日本政府的政策导向意义在于支持中小企业发展，并为此特别制定了《小型企业投资法》，1974年，日本通产省又设立了创业投资企业中心，藉以促进产业基金的发展。

近期，香港市场上正在讨论引入地产基金，这实际上也可以说是产业基金的一种类型，也就是所谓房地产产业投资基金。

根据标准普尔公司的统计，地产基金在美国是十分普遍的，目前美

国已经有超过300只上市的地产类基金，资产总额超过3 000亿美元。澳洲在地产基金的发展上也十分活跃，自20世纪70年代澳洲开始引入第一只地产基金以来，目前澳洲地产基金的规模已经占到当地股票市场总值的8%。在日本，第一只地产基金是在2001年在东京证券交易所上市。

从基金管理的角度看，不同的房地产基金的管理过程，实际上就是基金的管理人根据自身对于房地产市场的独到认识，确定对于房地产市场的投资战略和投资的指标和规则，进而确定在房地产的开发、经营、销售等价值链的不同环节，在不同的房地产公司和项目中进行投资的过程。对于整个房地产融资体系来说，房地产基金的发展拓展了新的融资渠道，促进一个竞争性的融资体系，形成了融资效率的提高；对于房地产企业来说，房地产基金无疑提供了新的融资渠道；对于投资者来说，不同风险收益结构、投资于房地产不同价值链环节的房地产基金的不断发展，能够为不同风险收益偏好和约束的投资者开辟新的投资渠道；对于基金管理人来说，房地产基金的发展除了能够拓展新的业务空间外，同样具有其他集合投资工具所具有的分散风险，并通过专家理财提高风险识别能力和价值发现能力的功能。

（一）成熟市场上的地产基金的投资领域。

从成熟市场的角度看，地产基金通常是以地产的项目为投资对象，其交易形式实际上也就是把所投资地产项目的资产划分为若干份额进行买卖。此类基金的市场价值主要是随着其投资组合中地产项目的价格，或者是租金的收入变动而变动。据标准普尔公司的调查，国外地产基金一般是通过交易所上市向机构和散户投资者募集资金。

进一步来看，如果把房地产市场划分为不同价值链的话，房地产基金其实可以灵活地根据投资理念的不同，投资在不同的房地产业务领域。例如，地产基金既可以直接投资于好的房地产项目获得投资收益，又可以随时介入多个大型房地产项目保证主业的稳定增长性；既可以进行全程投资，又可以进行阶段性投资；既可以对项目进行整体收购，

又可以进行杠杆收购，以高财务杠杆效益获取股权投资收益；既可以对银行的坏账进行变现，又可以介入二手房交易市场；在资金空闲时期还可以投资于短期资金市场或进行证券投资，保证资金的安全性和流动性。有的地产基金管理公司还是从物业公司发展而来的，如澳洲的Lend Lease Corp. Ltd公司本来是一家物业公司，现在发展成为市场领先的地产基金管理公司。这家公司考虑到物业资产的投资和管理比物业的持有更容易获得利润，因而其管理的地产基金重点投向物业发展和管理，截至到2002年12月31日，这家由物业公司发展而来的地产基金管理公司管理的资产规模已经达到909亿澳元。

（二）成熟市场上地产基金的投资风格。

从地产基金的风险收益结构来看，地产基金的波动性相对较小，能够为投资者带来相对稳定，而且有一定吸引力和竞争力的回报水平。这对于那些追求稳定收益的投资者显然是一个不错的选择。例如，澳洲上市地产基金在2002年的总体回报水平（包括股息收益和资本增值）约为12%，相比较而言，这是相当不错的。

对于投资者来说，进行地产基金投资较之直接的地产投资具有更多的便利，例如所需要的资金规模更灵活，变现更为容易。与投资地产类的股票相比，地产基金对于物业投资的参与更为直接。

不过，地产基金对于经济周期的波动比较敏感。仅仅以香港为例，香港地产价格从1997年以来大幅回落，此时如果引入地产基金，必然会引发投资者对于地价波动的疑虑和地产基金销售上的困难。因此，在对地产基金进行评级时，经济环境占有十分重要的地位。

投资地产基金也符合投资者对于特定投资风险的需求和偏好，房地产的固有特性决定了其具有与其他金融资产不同的金融特性和盈利能力，可以减弱诸多非系统因素的影响。如在美国，随着新经济泡沫的破灭，2002年美国股票基金的回报率为负值，而地产基金的平均回报率明显较高。一些大投资者开始将目光转向房地产市场。

评估地产基金的投资风格，重点应当考虑所处经济周期的特定阶

段、基金持有物业的组合质量和分布的状况(例如持有物业的楼龄、租金水平、空置率、租赁到期状况等等)、基金的投资策略、融资策略、盈利能力、现金流的保障,等等。

(三)成熟市场上地产基金的监管重点。

从基本运作规律来说,以地产基金为代表的产业基金与证券投资基金并没有本质的区别,具体来说,监管者要严格防范地产基金与基金管理公司之间可能会出现的利益冲突,需要制定严密的监控机制。在信息披露方面,同样应当提出一些强制性的规定,例如不少地区强调要建立透明的房地产市场运行资料库,其内容应当包括不同物业资产的财务报告、物业租金的波动状况和历史趋势,以便投资者评估基金持有这些物业可能带来的现金流。在地产基金的定价方面,物业估值直接影响到基金的净值,因此独立客观的物业估值是地产基金健康发展的基石。另外,地产基金作为有融资能力的金融机构,应当对其界定能够投资的资产类别、借款的上限、认可投资的界定等,从而便于投资者控制风险。

地产基金作为产业基金中最有代表性的类型,其发展轨迹同样折射出整个地产基金发展的基本趋势和主要特征,值得当前正在酝酿中的中国产业基金借鉴。

三、澄清对产业基金的流行误解

目前,对于产业基金的发展也是歧见纷纷,迷雾重重,且让我们逐一分析。

第一,对产业基金的准入审查会否导致所谓乱集资?

有人认为政府加强对市场准入的审批会导致所谓乱集资的状况。其分析的依据就是,一旦政府主管机关经过准入审查之后,同意基金公司发起设立基金,投资者原本具有的警惕性就会因对政府的信任而放

松。若是具有公关能力但资信差的发起人获取了"基金"批文,就不可避免地将导致欺诈行为。由于公关获得私募"产业基金"的行为极易形成示范效应,极易引发乱集资的风潮。

实际上,这是不了解基金市场运作的一个看法。政府主管机关通过合规性审核和准入的审批,给予基金公司以成立的资格,只是表明基金公司具有发起设立产业基金的资格。至于这些基金管理公司打算发行的产业基金是否能够获得投资者的认同,那完全取决于投资者的判断和对其投资理念是否认同,拿自己的资金进行产业基金投资的投资者估计还没有幼稚到盲目迷信政府一纸批文的程度吧?

市场上现成的鲜明反证就是,中国证监会审批了那么多基金公司,但是,这些基金公司目前在基金的发行和销售上却遇到了许多困难,有的还面临赎回的压力。按照政府审批就会让投资者放松警惕的逻辑,投资者难道还不盲目地抢购这些政府审批的基金公司发行的基金?

第二,产业基金是不是政策性的投资资金来源?

有人认为,一探讨到产业基金,很快就想到产业,然后是宏观调控,然后是产业政策,然后是政府审批,政府管理。因此,基于对政府干预和产业政策的不认同,就认为产业基金不可行。

这显然是一种望文生义的、对于产业基金过于浅薄的认识。产业基金的运作已经形成了一套市场化的、严密的体系和机制,在整个运作过程中,基金的投资人、发起人和管理人、托管人共同合作又互相监督,共同保证基金运用效率的提高,政府的产业政策,如果有的话,在其中也大约只能发挥十分有限的作用,而整个产业基金的投资过程显然应当是充分市场化的。

第三,产业基金是否必然是跨行业、跨领域的?

有人认为,国外类似产业基金的投资一定是跨行业,跨领域的,他认为:"你不能规定我领域,当你限定了我的领域的话,你就加大了我的投资风险,本来我的风险就很大,你还限制,我的风险就更大了。"这个结论显然是不合乎投资逻辑的。产业基金的投资并不一定就是要跨

行业、跨领域的，盲目的多元化未必能够降低风险。仅仅以证券投资基金为例，因为我认为证券投资基金与产业基金的运作机理是一致的。美国市场的研究表明，证券投资基金持有的股票数目达到8个以上时，已经大约可以在90%的程度上消除非系统风险，不能为分散而分散，盲目的分散反而可能加大投资成本、加大风险。究竟一个基金投资于什么领域，那是基金持有人与管理人之间的一个特定的约定，有的基金就可能是非常集中的，这取决于管理人对特定投资机会的判断，取决于基金投资者对于这种投资理念是否认同；如果管理人有一个集中投资的理念，投资者也认同，有什么不能集中的？如果你宣布自己是一个只投资中国市场的基金，结果你盲目分散，广泛投资，变成一个亚洲基金，全球基金，基金管理人反而没有履行诚信的义务，没有实现在事先对基金投资人的承诺。

第四，产业基金在银行业占主导的融资格局下是否没有发展的潜力？

对于产业基金在中国是否有发展潜力，有人认为，仅仅以房地产基金和房地产贷款为例，如果一个房地产公司效益真的很好，回报很高，会继续到银行贷款；如果银行都觉得这个房地产贷款项目的风险太大了，那么房地产基金也就无法进行投资。这种基金的管理费、手续费、代理费，附加了至少是4%的成本，银行的投资都不合算，风险都太大了，房地产基金就更无法进行这种成本更高的投资了。

实际上，这种论调忽视了几个问题，首先是忽视了资金使用效率的提高，正是在包括产业基金、证券基金等多种新融资形式在内的融资渠道与银行贷款这种占优势的融资渠道之间的竞争带来的，没有新的融资渠道的竞争，银行贷款的效率永远不会提高，特别是当前中国融资结构里面，银行融资占的比重太大，对债权性融资的依赖太大。

其次，这种论调忽视了一点，就是并不是所有基金公司的管理成本都是4%的，也并不是所有基金公司的收益水平都是一样的，不同的基金管理公司，他的管理能力不同，获取收益的能力不同，控制成本的能力不同，只有那些能够获得较之银行更高收益、更低成本的基金管理公司，才可能在

当前银行主导的融资结构中获得生存空间。另外，仅仅从房地产公司的这个例子看，这种错误论调没有注意到贷款这种债权性融资与产业基金股权投资这种股权性融资对公司经营带来的不同影响。

第五，产业基金发展是否应当立法先行？

有人认为对于产业基金，政府应当放弃监管或者任何审批，因为整个运作应当是一个完全的、充分的市场化的行为。实际上，这是对市场运作的一个曲解，特别是对于金融市场的运作。

为什么说产业基金的发展立法先行比较必要呢？实际上金融活动最主要的特点就是信息不对称，无论是银行、证券公司、产业基金、证券基金，如果没有一定的信息披露、财务报表的要求和内部治理结构的要求，很有可能出现新的产业基金方面的黑幕，证券投资基金在治理结构上已经非常健全了，内控的指引、督察员的制度、托管人的监督、独立董事等内部治理结构及其监控制度等等都很清晰了，但是还出现了新闻界所炒作的所谓黑幕。连证券基金这样内控这么严密的金融机构，在如此严密的监控下都可能出现内幕，如果没有相应的信息披露的制度、内部治理结构方面的制度以及产业基金运作的透明度又不是很高的话，同样会出现变相集资问题、利益输送问题等等的问题。以前在规范证券投资基金管理办法出台之前，一些小的基金相当大的比重投资在产业里面，实际上也可以看做是一种产业投资基金，他们投资的项目实际上并不怎么样，风险不小，跟当时缺乏一个规范的制度是有关系的。

据报道，《证券投资基金法》经过反复的修订，即将正式出台，这对于证券投资基金的发展又将是一个极大的促进。与证券投资基金的运作本来没有什么本质差别的产业基金，则还迷失在许多似是而非的争论中。这根本不是一种正常的现象，也正是推动我们为产业基金申辩的直接理由之一。

"受人之托、代人理财"的基金管理公司，如何能够汇集并管理数百倍公司资本金的金融资产，关键在于基金持有人的信任，而这信任则来自于公司良好的治理。

当前基金管理公司治理中的迷思

基金管理公司作为"受人之托、代人理财"的金融机构，之所以能够汇集并管理数百倍公司资本金的金融资产，关键在于基金持有人对于基金管理公司的信任。这种信任当然可以来自于很多方面，如优秀的基金经理、独特的研究优势、良好的管理业绩等，不过，其制度性的基础，则来自于良好的公司治理。健康的、良好制衡和合作的公司治理，能够保证公司良好的日常运作，进而获得投资者的信任。

不过，从当前基金管理公司的实践看，在公司治理方面还存在许多值得进一步权衡的问题。

一、独立董事如何保证独立性，独立董事应当代表基金持有人的利益还是小股东的利益

在基金管理公司中引入独立董事，是监管层对于基金公司治理结构上的要求。不过，与上市公司独立董事制度存在的一些难题一样，在基金公司如何保证独立董事的独立性，如何保证基金公司的独立董事能够及时获得进行独立决策所必需的相关信息，如何合理决定独立董事的报酬，如何把握独立董事的调整和变更，等等。这些问题目前还没

有十分完美的答案。典型的案例是安然公司的董事会中有不少社会名流担任独立董事，但是这些独立董事基本上都是安然管理层的亲朋故旧。

另外，独立董事在董事会中通常是以代表中小股东的利益为出发点的，那么，在当前的基金公司的架构中，独立董事究竟应当是代表中小股东的利益呢？还是需要代表基金持有人的利益？如果是代表基金持有人的利益，那么独立董事在目前的选聘、激励约束机制等方面如何能够保证独立董事能够代表广大的基金持有人呢？

二、基金管理公司如何平衡股东利益和基金持有人利益

从理论上说，股东利益和基金持有人利益既有一致的地方，也有冲突的地方，基金管理公司只有保护了基金持有人的利益，才能赢得基金持有人的信任，进而为基金管理公司的股东获得更大的利益。但是，在许多具体的决策中，股东利益常常与基金持有人利益相冲突，这主要表现在一些关联交易、违规操作和其他损害基金持有人利益的行为，使基金持有人承担了过大的风险而让基金管理公司的股东获得了高收益。

三、如何合理界定关联交易

基金管理公司进行利益输送最为常见的手段是不正常的关联交易。但是，究竟应当如何界定关联主体？哪些关联交易的信息是应当披露的？如何在保证基金持有人的利益并合理及时披露信息的同时，又能够维护关联主体的商业利益？这些都是目前在探索中的问题。

在这一点上，目前缺乏明确的规定。海外银行监管机构对于银行关联交易（特别是关联贷款）的监管方式值得借鉴，这主要包括：清晰

地界定关联主体的范围；清晰地界定关联交易的种类；从总量上控制关联交易的规模；从程序上对于关联交易提出更为严格和独立的审查机制等等。

具体来说，由于基金治理结构中的一个重要环节是托管人和管理人的分设与相互监督，所以托管人和管理人不能是同一个主体，同时，考虑到关联交易的问题，还必须要求托管人和管理人不是关联方，比如双方不能是同一金融集团控制下的公司等。

四、如何在基金业中合理引入健康的优胜劣汰机制

市场的优胜劣汰机制对于基金管理公司经营的外部约束，同样成为公司治理的一个重要内容。近年来，中国的基金管理公司得到监管层的大力扶持，基金公司之间的市场竞争并不十分激烈，经营状况良好的公司得到的市场奖励并不充分，而经营状况欠佳的公司则似乎并没有被市场淘汰出局的担心和压力。这对于基金公司改进经营是不利的。

基金公司的股权转让也是市场优胜劣汰力量的表现。过于僵化的股权结构和过于僵化的人员结构不利于形成一个竞争性的市场格局，但是以不合理价格转让的基金股权也很可能使基金公司成为市场炒作者利用的一个金融资源的“壳”，过于频繁变更基金公司管理层对于基金公司的稳健经营和市场的平稳不利。如何平衡相对的稳定和适度的竞争压力，也是基金公司治理的一个重要问题。

五、在现有治理结构中如何体现基金持有人的利益

在当前的基金治理结构中，严格意义上说还缺乏足够体现基金持

有人利益的渠道、方式及其利益的代表主体，总体上看管理人内部控制的现象比较严重。那么，在现有的法律框架下应当如何增大基金持有人表达意见的渠道和方式？还是选择新的法律框架来改进这种现状？

六、董事会的运作程序还有待进一步规范

基金管理公司的董事会对于基金公司的健康运作影响深远，但是，董事会究竟应当如何规范运作，目前还有待进一步的探讨。不过，为了保证公司的平稳运作，至少应当明确基金董事会的人员构成、任职资格、组织结构和具体的权力、责任，以保证基金董事会的独立性和为基金投资者服务的宗旨。

对于中外合资的基金管理公司来说，明确这一点相当重要。因为纵观中国不同行业的中外合资企业发展历程，因为公司内部治理方面的缺陷，特别是董事会运作程序上的不规范导致双方引起摩擦，甚至最终导致不欢而散的不在少数，因此，董事的产生、董事会的议事规则、董事长和总经理的权限划分、具体的报告路线等等，都必须在组建和谈判过程中达成共识，才有利于中外合资公司的平稳发展。

基金发起人根据一份总的基金招募书发起设立多只相互之间可以根据规定程序进行转换的基金，这些基金称为子基金或成分基金，而由这些子基金共同构成的这一基金体系就合称为伞型基金。

伞型结构基金的潜在变革意义

近期伞型基金在强调品种创新的基金界成为一个关注的焦点之一。目前看来，对于伞型基金褒贬不一，褒之者以为是一种新的品种的引入，贬之者担心是一个新的概念炒作。我们以为，在当前的基金市场环境下引入伞型基金，还有更为积极的变革意义值得关注。

所谓伞型基金（Umbrella Fund），实际上就是开放式基金的一种组织结构；在这一组织结构下，基金发起人根据一份总的基金招募书发起设立多只相互之间可以根据规定的程序进行转换的基金，这些基金称为子基金或成分基金（Sub－funds）。而由这些子基金共同构成的这一基金体系就合称为伞型基金。进一步说，伞型基金不是一只具体的基金，而是同一基金发起人对由其发起、管理的多只基金的一种经营管理方式，因此通常认为“伞型结构”（Umbrella Structure）的提法可能更为恰当。

从基金市场发展看，伞型基金的引入至少有以下几个方面的影响值得关注：

一、伞型基金可能会推动基金发行由审批制向注册制的转轨

基金的发行应当从发展初期的审批制转向更为市场化的注册制，看来是金融界的共识。但是，应当选择何种平稳而且具有操作性的方式来推进和启动这种转换呢？目前看来，伞型基金的开放性特征至少具备了推进这种创新的可能性。

所谓伞型基金的开放性，主要就是指基金发起人可以在同一份法律契约下不断根据市场的需要推出新的子基金品种，在设立新的子基金品种时基金发起人只需将有关新的子基金的具体情况（如投资目标、投资政策、费率标准等等）添加到此前的基金契约当中更新即可。由于有关新的子基金的条款并不影响到原有的其他子基金，更新后的契约文件对该伞型基金下所有的子基金仍然适用。不管一只伞型基金下面可能包含多少子基金，它仍然只有一份相同的总招募书或基金契约。伞型基金的这种开放特性，使得一家基金公司在其发行伞型基金的申请获得监管部门的审批之后，就可以相对自主地根据市场状况，在伞型基金的架构之下选择增添新的基金种类，有关情况只需注册即可。这样，就可能成为推进基金发行从审批制向注册制转换的一个可能的潜在契机。

二、伞型基金可能会推动公司型基金的探索

从世界范围内来看，伞型基金可以是公司型或契约型基金，但是，总体上看，当前世界上许多知名伞型基金尤其是美国的基金大都采取

了公司型的组织形式。尽管伞型基金同样可以采用契约型的形式，但是，值得关注的是，在契约型的组织形式下，关于伞型基金的许多法律关系难以清晰地加以描述，这反而可能成为促使基金界探索公司型基金的一个现实的推动力。

简而言之，伞型基金的一个特别优势是契约和品牌的统一性以及子基金之间的独立性。从法律原理上说，除了隶属于一个相同的总契约和总体框架及不同子基金间可以进行方便的转换之外，各个子基金之间在很大程度上是相互独立的。但是，在契约型的结构下，不同子基金之间如何在伞型结构层面保持利益的一致性同时又能够保持相对的独立性？如果子基金之间出现利益冲突应当如何协调？当前管理层对于基金的基本要求是应当适用于整个伞型基金层面还是子基金层面（例如对于债券的投资限制等）？这些问题在公司型基金的框架下可以得到更为清晰的回答。

三、伞型基金是能够较好地适应新兴市场的组织形式

现在讨论伞型基金，似乎伞型基金已经成为成熟市场的主流基金种类。实际上，伞型基金更多的是一种适应新兴市场特征的基金结构形式。在发达的市场上，投资种类、投资的组合方式和可供选择的方式众多，投资者可以自如地在众多的投资选择中根据自身的风险收益偏好进行选择，因而对于是否是伞型基金实际上并不关注。相反，在新兴市场上，投资者更为关注绝对的收益水平，关注成本水平和转换的方便，伞型结构的基金正好满足了这些投资需求。例如，在我国的香港地区，目前伞型基金已经成为基金业在经营方式上的主要选择，截至2001年一季度，香港总共有认可基金1 870只，其中1 100只为140只不同伞型基金旗下的子基金，只有230只为单一基金。伞型基金因为覆盖的投资者范围更为宽广，结构更为开放，因而也受到新兴市场上基

金管理公司的青睐。

四、基金公司当前更为注重的实际上是伞型基金在销售和保持流动性方面的优势

为什么恰恰是在比较低迷的市道中，基金管理公司不约而同地关注伞型基金呢？除了积极尝试基金产品创新的动机之外，伞型基金所具有的统一品牌的销售能力，方便的转换导致特有的保持流动性的能力，以及规模经济带来的低成本，都是低迷市道下对基金公司有相当大吸引力的地方。

从保持流动性、减轻赎回压力的角度看，伞型基金的鲜明特点之一就是方便投资者在同样一个伞型基金之下转换，这样无疑可以避免让投资者的资金外流，同时也可为投资者节省额外的申购和赎回的手续费用。另外，伞型基金在低迷市道的销售中能够比单一基金更好地突出基金的品牌效应，例如，可以以适当的方式强调伞型基金的规模庞大、品种齐全、管理统一规范等特点，从而能够在一定程度上增强基金投资者的信任感和认同感。

这样，伞型基金通过在开放性体系下统一品牌的运作，能够较好地降低管理成本，在基金的托管、审计、法律服务、管理团队等等方面享有规模经济，从而降低设立及管理一只新基金的成本，提高基金公司的竞争力。

五、伞型基金会触及当前监管体系中没有涉及的一些细节性领域

伞型基金作为一种新的组织形式的探索，必然会在一些操作性的

领域涉及到原有监管架构没有覆盖到的地方，这也为当前监管体系的完善提供了实践的推动力。

例如，在采取伞型结构的框架中，不同子基金均隶属于同一体系，但是同一伞型基金下的不同子基金在很大程度上是相互独立的，那么，如何在法律关系、组织架构等方面处理好这种统一性和独立性的关系？另外，不同子基金之间的转换应当如何进行会计处理才能不对不同子基金持有人的利益形成冲击？转换费率应当如何确定，才能够既方便投资者的转换，又防止有效投资者利用不同子基金申购费率之间的差异少交申购费用？同时，如何才能够以伞型基金的引入为契机，促使伞型基金的子基金在基金品种的设计上可以做到市场细分程度更高、选择范围更广、投资的风格更为明显？这些都是值得关注的重要现实问题。

在银行为主导的日德型间接融资体系中，基金持有人利益的保护更为强调政府监管机构的强势参与；而在美英为代表的直接融资主导型的金融结构中，基金公司内部的治理结构、投资者的积极参与，以及自律组织的作用则更为重要。

论基金持有人利益保护的结构

有效地保护基金持有人的利益，是基金市场可持续发展的前提。简而言之，对基金持有人利益的保护可以从基金管理公司的内部治理结构、基金的组织形式、托管人的参与、市场中介的作用、行业自律组织的参与、监管机构的介入等多个角度进行。另外，这些对基金持有人利益保护措施的有效性如何，实际上还取决于不同的金融体系、金融市场的发展程度以及基本的法律环境密切相关。

大致对金融体系进行简要的划分，可以区分为以间接金融为主导的日德模式和以直接金融为主导的英美模式。因为金融市场发展程度的巨大差异，在基金持有人利益方面的主要渠道和措施存在十分明显的差异。

在银行体系占据主导地位的金融体系中，市场力量的影响力十分有限，公司内部的治理结构对于基金持有人的保护措施有限，在金融体系中具有重要地位的银行、强势的监管机构，以及在不同程度上依托监管机构的自律组织发挥的作用相对较大。仅以日本为例，在1998年以前，日本基金界可以采用的形式是信托或者契约形式，基金持有人在基金管理的相关重要问题上的影响力十分有限，此时对基金持有人利益

最为关键性的保护措施之一，实际上是日本大藏省对基金契约的审批过程，通过审批基金契约来防止基金管理公司与基金持有人之间可能出现的利益冲突，促使其充分披露相关的信息。大藏省还对基金的行业自律组织进行审批，在此基础上行业自律组织提出基金行业的基本商业规则和发展的指引。

与日本强烈的行政主导色彩的基金持有人保护结构相比，德国作为有代表性的间接融资主导的国家，则十分强调银行的作用。在德国的混业经营体制下，大多数基金是由银行发起设立的，托管银行通常与基金管理公司归属于同一个金融集团。在保护基金持有人利益方面，德国强调托管银行准确计算基金单位价值的责任。与日本类似的是，德国的基金持有人通常没有能力影响管理公司的投资决策，但是投资者拥有提起诉讼的权力，特别是还具有代表人诉讼制度；基金信息的披露和基金条款的修订则受到监管机构的严格监管。

与日德间接融资为主导的金融体系相比，英美等以直接融资主导的金融体系更为强调市场的约束力和公司内部的治理对保护基金持有人利益的积极作用。相比之下，英美国家的监管机构相对处于一个比较超脱的市场地位。例如，美国证监会对基金的设立采取注册制，注册过程中美国证监会关注的主要是所提供的材料是否包含投资决策所需要的各种信息，至于基金本身的优劣、基金本身对于持有人保护的合理程度等，则主要由投资者自主在基金公司披露的信息基础上自主作出判断。在强调公司内部治理的作用方面，以美国为例，1940 年法案的关键内容就是强调投资公司的董事对基金持有人利益保护的行为规范，独立董事在美国共同基金的治理中发挥了越来越重要的作用，近年来更为强调独立董事在董事会中的多数原则、自我任命原则等等，以确保独立董事履行其职责。在强调公司内部治理的基础上，美国还强调投资者对于自身利益的保护，基金持有人有权对投资顾问协议、董事成员和收益分配的安排等影响到基金持有人利益的关键事项方面进行表决，有权批准公司投资策略的变动，有权影响董事会的构成。因此，在美国的基金市场上，

基金持有人的参与和公司的内部治理在保护基金持有人利益方面处于十分积极主动的地位；相比之下，监管机构则处于相对消极的超脱地位，这是以美国完善的市场机制和法制环境为基础的。在基金持有人的利益保护方面，英国基金市场的运作机制与美国市场十分接近，例如英国规定基金中对于基金投资政策的重大变化，必须要有75%以上的投票者同意才能够通过，在监管方面英国更为强调自律组织的作用，1997年以前基金的监管主要由证券投资委员会负责，1997年之后则转而由金融服务局负责，尽管证券投资委员会和金融服务局对于基金市场有广泛的监督权。实际上，无论是证券投资委员会还是金融服务局都不是政府机构，虽然金融服务局要接受英国财政部和议会的监督，但是从严格意义上来说，英国政府并不对基金行业直接进行监管，相比较之下，英国更为强调自律组织对于基金持有人利益的保护作用。

因此，在保护基金持有人利益的各种可能渠道虽然是多方面的，但是随着金融市场发展程度的不同、法制环境的不同，以及金融结构的差异，不同渠道的相对重要性存在明显的差异。在银行为主导的日德型间接融资体系中，基金持有人利益的保护更为强调政府监管机构的强势参与，而在美英为代表的直接融资主导型金融结构，公司内部的治理结构、投资者的积极参与，以及自律组织的作用更为重要。这一简要的结论对于中国基金市场基金持有人利益保护的借鉴意义也是明显的，在以银行为主导的金融结构环境下开始发展的基金业，在起步阶段必然带有十分明显的日德型融资结构下基金业的一些特征，监管机构对基金契约的严密审核和监控事实上成为保护基金持有人利益的最为关键性的环节之一。但是，随着金融市场的发展、基金市场的日趋成熟、法制环境的不断完善，基金公司的内部治理、法律环境的完善、基金持有人对基金经营管理的参与将发挥更为重要的作用，例如强化基金的信息披露制度、促使基金持有人更多地参与基金的决策、推行公司型基金、完善基金持有人的代表诉讼制度、发挥自律组织的积极作用等，都是值得借鉴和考虑的方式。

20世纪30年代中期美国许多基金的经营出现问题，促使美国证监会高度关注投资公司经常性地为关联人谋利的问题；50年代美国不少基金的实际决定权依然在那些与基金和顾问有着多重身份关系的人手里；1992年美国证监会再次修改有关法律，独立董事制度才在美国基金业发展中的重要作用日益引起关注。

美国共同基金业的独立董事制度及其主要特征

通过不断完善的独立董事制度来提高投资基金业的公信力和治理结构的效率，是美国投资基金制度的一个重要特征。具体来看，这也是伴随着美国投资基金业发展的一个渐进的过程。早在美国《1940投资公司法案》中，就已经要求董事会中的关联董事不超过董事会的60%，而2001年2月15日颁布实施的"关于《1940投资公司法案》共同基金独立董事有关条款的修正案"则在很大程度上对美国共同基金独立董事制度进行了进一步的完善。

从历史发展看，20世纪30年代中期美国许多基金的经营出现问题，促使美国证监会高度关注投资公司经常性地为关联人谋利的问题，并促使美国国会在1940年通过了《投资公司法》。1962年，宾夕法尼亚大学沃顿学院受美国证监会委托的基金调查表明，在当时的市场环境下，美国不少基金的实际决定权依然在那些与基金和顾问有着多重身份关系的人手里，基金顾问向基金收取的费用倾向于比向大多数同等资产规模的非基金客户收取的费用要高得多，这直接促使了美国证监会在1966年发布了关于投资公司增长公共政策含义的报告，强调从

法律上加强投资公司独立董事的地位和作用，其中的一个重要内容就是要求其对顾问和承销合同条款作出评估。1992 年美国证监会进一步建议对《投资公司法》关于独立董事的规定作出修改，独立董事制度在美国基金业发展中的重要作用日益引起关注。

要简洁地总结美国基金业独立董事制度的特征，美国前证监会主席 Arthur Levitt 在加利福尼亚共同基金与投资管理大会上的演讲中提出的一系列政策建议可以说是一个十分清晰的框架。Arthur Levitt 指出，他提出的四项措施将成为美国证监会对于改进共同基金治理结构一项主要计划的重要基石。这四项措施主要包括："第一，基金董事会应该包括过半数的独立董事；第二，任何新的独立董事均应由独立董事提名；第三，董事的外部法律顾问应独立于管理层，以确保董事得到客观准确的信息；第四，基金股东应能得到更多具体的信息，用以判断基金董事的独立性。"同时，Arthur Levitt 建议对独立董事的职责要经常性地提出三个方面的反思性问题："1. 独立董事真的起作用了吗？2. 独立董事能对管理层进行有效监督吗？3. 独立董事能视投资者的利益高于一切吗？"

由此我们可以简要地将美国基金业的独立董事制度主要特征归结为以下几个方面：

第一，独立董事多数原则。

具体来说，2001 年"修正案"要求董事会成员的大多数须由独立董事组成，至少达到简单多数（simple - majority）。由于美国证监会期待独立董事对可能产生冲突的一些领域进行监察，如关于基金购买有其关系人参与的承销辛迪加所承销的证券、关于管理基金与关系方的关联交易等。独立董事的多数原则无疑有助于从机制上提高独立董事的影响力。实际上，目前在美国符合这样标准的投资公司董事会还不十分普遍，许多基金董事会也因此在调整之中。

第二，独立董事的自我任命原则。

独立董事如何任命直接影响到其行为模式。如果从职能上说美国

证监会期望独立董事要代表公司整体利益和中小股东利益，要积极监督大股东及其派出的董事、高级管理人员以及其他在公司中代表控股股东利益者，逻辑上就不应该由控股股东或其控制的董事会选择或决定独立董事候选人，防止独立董事与董事会共进退而使董事会成为一个利益交易的俱乐部和一个自我永存的团体（A Self - Perpetuation Body）。

因此，美国证监会希望独立董事的选举和任命由在任独立董事进行。同时，还严格要求基金投资顾问、主承销及某些他们关联方的前高级职员或董事禁止担任基金独立董事。美国证券交易委员会认为，独立董事的这种自我繁衍机制，有利于形成一个具有独立意志的董事会，确保董事会可以优先考虑基金投资人的利益。美国基金界对于这一举措评价相当高，有的评论甚至指出，“基金独立董事的独立性就是自我任命的权力”。事实上，独立董事的自我任命制度尽管并不能完全保证独立董事的独立，但是比较其他提名方式，毕竟可以更好地保持独立董事的独立性和稳定性。

第三，独立董事在信息获得方面的保证原则。

独立董事在保持良好独立性基础上履行独立的监督职能，有赖于公司向其提供的信息质量。从现实情况看，公司的管理层可能会通过歪曲的信息披露，或者是非欺骗性的信息误导，或信息提供的不完全性误导独立董事的决策。有鉴于此，需要采取多方面的制约安排。为了使独立董事的律师能在基金和其服务提供者之间有潜在利益冲突的一些领域提供客观建议，他们必须独立于投资顾问和基金其他服务提供者。新基金的律师经常是由管理人代表基金聘请的，独立董事应有权更换。另外，独立董事在遇到特别的问题或动议时也应能从独立会计师和其他第三方获得专家意见，而且独立董事也必须注意所咨询的专家要独立于基金投资顾问及其他服务提供者。

第四，独立董事的职能定位原则，其中主要包括对公司管理层的有效监督和将投资者的利益放在首位的原则。

根据美国 Investment Company Institute 对基金独立董事制度的阐述，美国共同基金独立董事的主要责任是“监督基金的运作，并负责处理基金与管理人及其他服务机构之间的利益冲突”。强调独立董事将投资者的利益放在首位，是因为相对于基金管理人而言，基金持有人在信息的获得、行为能力等方面，均属于弱势群体，因此，法律应该给予他们更多的保护。

独立董事对公司管理层的监督职能需要许多制度安排来保证。例如，独立董事应当主导基金董事会审计委员会的组织和运作。美国的投资公司法规定审计师的选择应由独立董事控制；必要时独立董事应单独举行会议。对基金管理人提高管理费用的提议或涉及基金与其相关服务提供者之间安排的一些重大变化，独立董事的独立会议都是非常必要的。

第五，对独立董事履行职责的状况动态进行评估和约束的原则。

正是由于独立董事在基金业公司治理中的重要作用，美国证监会一直十分关注对独立董事履行职责情况的评估和约束。目前看来，对于独立董事的约束渠道主要包括声誉上的约束、法律上的约束以及报酬方面的约束，同时不少公司在积极探索由独立董事自主确定薪酬水平。

老虎基金的结业和量子基金的重组，使得对冲基金家族中，在聚光灯下最受关注的这些宏观基金走向衰落；而其他不同种类或投资风格的对冲基金，特别是中小型对冲基金正在纷纷涌现。

当前国际对冲基金市场发展的前路

对话者：巴曙松

黄少明（中银香港有限公司经济研究部高级研究员）

巴曙松：集中观察近年来全球范围内对冲基金的起落兴衰，确实是相当富有戏剧性。在亚洲金融风暴中呼风唤雨的宏观对冲基金一度遭受重挫，其中有代表性的事件可以说是老虎基金的结业和量子基金的重组。

但是，在对冲基金的家族中，通常在聚光灯下受到关注的，主要还是那些宏观基金。在宏观基金的市场份额缩减的同时，其它不同种类或投资风格的对冲基金，特别是中小型对冲基金纷纷涌现，成为新的对冲基金群体。现有的中小型对冲基金也利用经济条件和金融市场环境的变化，积极转型。这些中小型或专业化的对冲基金，抢占市场变化的先机，扩大市场占有份额，取代宏观及全球基金，再次成为资金寻求高回报投资工具的热点。

因此，探讨当前经济金融环境下全球对冲基金的发展前路与趋势，也是有个趣味的话题。

黄少明：确实如此，目前尽管宏观对冲基金处于调整时期，但是对冲基金市场依然保持了活力。据 Van Hedge 估计，未来不长的时间内，

全球对冲基金资产总额将突破1万亿美元。更重要的是，年青和新的一代基金经理已经或正在取代老一批执鞭人，成为该行业的主角。但他们不像其前辈那样锋芒毕露，随时随地成为市场的焦点，而是保持在隐蔽处从事基金运作；在投资策略上，由于市场经营环境的变化，他们尽量扬弃和避免"宏观"趋势投资，回归传统的"套戥"、"市场中性"或其它投资策略；在资产规模上，他们努力控制不超过10亿美元的上限，奉行"小即是美"哲学，避免吸引市场其它投资者的注意，保持进出市场的灵活性。

巴曙松：近年来这些类型的对冲基金的增长，首先应当归功于不同对冲基金机构自身的及时调整经营策略、迎合市场投资理念的变迁；与此同时，市场环境的变化也是重要的方面。全球股市的持续低迷迫使那些传统的、严重依赖股市牟利的资金寻找"另类"投资（alternative investment）。投资者非但没有转向保守的现金和债券，却宁愿接受具有高风险但能带来高回报的投资方式。而对冲基金专长于卖空，是下跌市中最有效的投资工具。同时，对冲基金能够提供多元化的投资，并能通过特殊领域的投资策略而降低风险，例如私人股本、风险套戥、商品，尤其是卖空——法律规定传统投资基金不能染指的工具，等等。另外，当前全球企业收购合并掀起热潮，为套戥投资提供了前所未有的商业机会，而套戥是对冲基金使用最为广泛的投资策略。这也是为什么近年来套戥对冲基金受到投资者青睐的原因之一。

黄少明：当前的对冲基金数量增加，规模扩大，主要有以下几种来源：第一，大型传统资产管理机构基金经理的精英一族不甘平庸，自立门户，建立自己的小型对冲基金。第二，大型资产管理或金融机构开设机构内对冲基金（*in - house hegde funds*），一是追赶潮流、满足市场需要，二是挽留机构人才。有许多大型金融机构都曾在近年推出一只或多只机构内对冲基金，如美林证券、德意志银行、荷兰银行、法国巴黎银行、纽约银行、宝源资产管理、木星资产管理、Coutts Group、Gartmore、Henderson等。以上两种来源的驱动力在于管理对冲基金比单纯的互

惠基金更能增加收益，因为除了通常的管理费外，在好的年景还可获得20%的业绩奖励费。对冲基金获取收入所要管理的资产可能只是传统基金的十分之一。换句话说，管理1亿美元资产的对冲基金所能获得的收入相当于管理10亿美元传统基金所能取得的收入。这就是为什么越来越多的传统基金经理另起炉灶或在他们原基金公司中设立对冲基金的缘故。第三，原有对冲基金公司推出新的基金。

巴曙松：显然，对冲基金正处于一个意味深长的转折时期。一方面，原有宏观对冲基金在经营环境逼迫下，回归传统，采取较稳健的投资策略。同时，部分退休金、基金会或其它保守基金逐渐增加"另类投资"，将更多的资产投向对冲基金，要求对冲基金增加透明度，公开投资策略，采取严格的风险管理措施。对冲基金不得不开始转变，增加披露，减少杠杆倍数，放弃高风险投资方式，甚至与客户讨论投资策略，与传统互惠基金的运作越来越靠近。另一方面，越来越多的金融机构和传统基金经理开始投身对冲基金业，设立自己的对冲基金，或类似对冲基金的互惠基金，这些基金可以进行卖空交易、杆杠投资，虽然还不能像传统的对冲基金经理那样可取得20%的业绩回报，但可按表现获得一定的薪金和奖励，基本上按对冲基金方式进行运作。

如果要简单概述这个转变的话，我们似乎可以说，对冲基金开始回到它本来的意义和定位。实际上，对冲基金在20世纪80年代以前，是严格按照传统的反向投资策略（contrarian strategies），同时在市场上作相反的结构性买空卖空，并以杠杆扩大盈利，使基金无论在升跌市中都能获利，投资组合得到"对冲"保护。这正是基金赢得"对冲基金"美誉的原因。但80年代后期以来，随着金融自由化的进展，金融工具和投资手段的增加和变化，对冲基金逐步偏离其传统的投资理念，追逐超额利润，其投资领域、范围和手段发生了根本性的变化。其中有代表性的就是"宏观"基金，"宏观"基金抛弃了经典的个股择选策略，在全球市场范围内从事货币、债券、股市、利率以及以上述资产为基础的衍生产品，如期货、期权、名义合约等金融工具的投机交易。目前对冲基金内

部增长的结构性调整，似乎可以看出对冲基金在回到原有的对冲意义。

黄少明：全球超级宏观对冲基金——索罗斯基金管理公司重组和人事变更，可以说是宏观对冲基金自香港投机失误为转折点，LTCM 在俄国债券危机中面临倒闭，宏观对冲基金开始由盛转衰的继续。对冲基金，特别是宏观基金由盛转衰，走向没落的事实表明，当前国际金融市场环境已发生重大变化，利用高杠杆，依靠在全球进行货币、债券、利率及其它证券等注重宏观投机的对冲基金已经风险重重了。

长期以来，宏观基金采用相同策略，屡试不爽——聘请一流人才，寻找宏观投机机会，然后施以大笔投注。这种策略为索罗斯、罗伯逊等人带来过巨量财富，加上他们神秘运作的性质，使得宏观基金成为攻无不克的神话。不过，随着宏观对冲基金内在风险特征逐步被人们所认识，投资者不再过分钟情过高的杠杆投资，希望投资风险得到控制，要求对冲基金提高透明度，他们不仅想知道投资的赚与赔，更想知道造成结果的原因。

巴曙松：确实如此。对冲基金的内在风险特征之一是高杠杆，这既是它投资策略的诱人之处，也是它致命的风险所在。根据不同杠杆倍数，对冲基金可分为三类。一是低风险基金，主要从事美国和外国的股市投资，这些基金很少使用超过合伙人资本两倍以上的杠杆，它们像其它传统基金一样买卖股票，预计股票上升时买进，认为股票下跌时卖空，它们是真正的“对冲”基金。二是混合型基金，它们通常的杠杆比率不超过 4:1，这些基金与前一类一样在股市投资，但它们也时常在债券和货币市场进行投机买卖。三是高风险投机基金，它们通常以小博大，采用高杠杆投资策略，主要围绕债券、货币、利率、汇率市场进行各种高风险的投机活动，它们的借贷与合伙人资本之比通常高达30:1。据估计，三分之一的对冲基金都属于高杠杆基金，它们的信贷主要来自大的金融机构，而这些机构本身又使用高杠杆倍数，这就不仅为国际金融市场的动荡埋下了隐患，而且为高杠杆基金的倒闭播下了种子。

黄少明：高杠杆基金倾向做一本万利或无本万利的买卖，纵使基金经理神机妙算，次次稳赚，但只要有一次估错市场，投资失误，由于高杠杆效应，必然造成惨重损失，大伤元气。就是能够复元，错误也会再次重复，最终走向清盘。美国长期资本管理公司（LTCM）就是最典型的高杠杆投机基金，它在表内的投资杠杆高达30倍，如果包括账外投资，杠杆比率更高达惊人的260倍，尽管它有最精密的计算、最科学的部署，最后也逃不出一朝覆亡的厄运。

毫无疑问，当前国际经济和金融环境的变化，改变着宏观基金赖以生存和运作的生态环境，甚至金融投资运作范围和规则都发生了显著变化。

巴曙松：从基金的具体运作看，宏观对冲基金缺乏行业或专业投资的经验及所需的相关资源。它们在"宏观"投资中，善于捕捉宏观经济变化或差异所带来的机会，擅长进行宏观经济分析和作精确的投资部署。但在股市中，它们不如其它机构投资者，特别是行业或专业基金，甚至是小型专业对冲基金，熟悉行业、专业，乃至科技股份的变动，因此在投资这类股份中，缺乏必要的分析技术和经验。这也是当前促使宏观对冲基金陷入调整阶段的一个不可忽视的原因。

正如刚才我们所讨论的，随着对冲基金调整的不断深入，对冲基金与传统的互惠基金无论在投资策略上，还是在经营运作上，都正相互靠近，逐渐趋同。实际上，为了更多地吸引投资者，市场上已经出现了一批按互惠基金结构组建和运作的对冲基金：允许使用卖空和杆杠工具，但有一定的数量限制；一般不设投资锁定期；最低投资额可低至1万美元，不再限于高资产值的个人富户；有的甚至不再征收对冲基金费用。这虽有助于推广对冲基金，甚至使其成为主流投资方式之一。

黄少明：不过，这个趋势究竟影响如何，还值得我们关注。至少我们可以认为，传统对冲基金所固有的特征和运作方式的流失或改变，也给作为"另类投资"工具的对冲基金的发展蒙上一层阴影，带来一些不确定的因素。

由传统大型金融机构，如证券公司、互惠基金以及银行等设立和经营的对冲基金，其缺点和劣势是明显的。首先，基金经理不会像传统的对冲基金经理那样将自己主要的资产放在所管理的基金里，缺乏足够的机制将经理与业绩表现联在一起。第二，作为母公司的大型金融机构可能会过分坚持集团公司的整体决策程序而干预属下对冲基金的经营决策。另外，大型金融机构，特别是资产管理公司与属下对冲基金会产生利益冲突，特别是当两者对市场走势有分歧而作出不同的投资策略时，产生利益冲突的可能性就更大。比如对冲基金看淡某一产品因而作出沽售策略，但如果公司内从事同一种证券买卖的同事却因看好该证券而建立长仓，利益和道德冲突就会无可避免产生。第三，这些基金由于不能收取20%的业绩奖励费，它们更似互惠基金，资产规模有不断扩大的倾向和动机，基金经理更关心的是如何收取资产管理费，而不是把精力放在取得绝对高额回报上。

巴曙松：这一点值得关注。实际上，当前这些附属于大金融机构的对冲基金（in－house hedge funds）实际上是对传统独立对冲基金的异化。它们之所以存在你所说的这些，就是因为它们失去了对冲基金与生俱来的一些特征，即合伙人（包括经理）的资本投资于所管理的基金中，基金经理报酬源自实现了的利润分红，以及杠杠投资等。

黄少明：是的。从目前全球对冲基金的发展趋势看，从事全球"趋势"投资的超级宏观对冲基金在滑向衰落。那些仍在运作的宏观基金将会逐步放弃"宏观"投资策略，缩小基金规模，回归传统的"反向"（对冲）投资方法。一直从事传统投资的其它种类对冲基金，在竞争的压力下，将进一步趋向行业或专业化。与此同时，由于经济金融条件的变化，一批附属于金融机构的对冲基金将不断涌现，与现有中小型对冲基金一起形成行业的主体。

对冲基金作为一种金融工具，作为当前投资行业的一种"另类投资"选择，将会继续生存和发展下去。它未来的发展空间和前景，是继续作为"另类投资"而生存演化？还是发展成为与互惠基金等传统投

资基金鼎足而立的主流投资基金？或是与互惠基金趋同，与主流基金融合？仍有待观察，取决于未来经济金融、监管环境的发展和自身投资策略的演变。

巴曙松：在讨论即将结束的时候提出这些问题，但是这些问题究竟如何回答，最终还是依赖于对冲基金市场的发展轨迹。不过，可以肯定的是，对冲基金近年来正在经历一个行业调整、改组和分化和重新发展的阶段。总体趋势上，宏观基金进一步势微，最终走向衰落，一部分将关闭结业，另一部分进行转型和小型化，恢复至传统的对冲基金形态，变成规模较小、策略保守的对冲基金。其它从事各种传统业务的对冲基金以及附属于金融机构的对冲基金，在市场变化和竞争压力下，将进一步走向投资行业化或专业化。

跋

说一说为什么用《金融的江湖》作为我这本在香港期间写作的经济金融评论的随笔的书名，我以为本身就可以作为这本书的跋。

首先，这来自于我参与网络活动的经历。我曾经参与发起，并担任"万科经济人俱乐部"的版主，深感网络论坛真是一个充满江湖气息的地方；身处网络，真有人在江湖之感。武侠小说中的江湖是当年没有网络时代的成年人的童话，现在网络论坛给成年人以新的选择。十分令人自豪的是，万科经济人俱乐部这个网络论坛在我和几位学界同仁的共同努力下，已经成为网络界有影响的经济评论论坛，在《南方周末》等媒体的评选中，多次名列前茅。这本集子中的不少文章，首先就是在这个论坛上贴出的。

其次，我和几位学术界的朋友形成了一个自由松散的学术交流和研究团队"博士咖啡工作室"，引起财经界热心朋友的关注，博士咖啡工作室还获得由《新周刊》杂志社、新浪网、阳光卫视联合主办的"2002 年度新锐榜"飘一代代言人奖项。博士咖啡成员何帆博士专门兴冲冲地到上海领奖，回京之后还将获奖新闻等放到博士咖啡同仁网站www. doctor – cafe. com 的显眼位置，我们的第一期同仁刊物的主题就是"人在江湖飘"。在上海的颁奖仪式上，颁奖单位对博士咖啡的颁奖评语是："他们思维敏捷，用纯正经济学的牛刀来杀市场经济万象的鸡；他们行动迅速，及时用作品高密度地占领传媒帮助公众透过现象看本质；他们跳出书斋，目追世界，呼啸网络，指点江山，精研政府决策，融会民间智慧，日日吐故纳新，不卖弄，不凿空，作为中国经济学界的新锐，他们自我定位为'飘一代'：嘴对着百姓的耳朵，脚站在百姓的中间。与传媒合作的态度，不影响其专业的诉求，职业各异的现实，反有助其自由的思想。以智慧结盟，以团队为品牌，飘于专家与公众，机构与传媒两界，如鱼得水，独树一帜。"对我而言，这显然是

过誉之词;但是对于我的那些同仁朋友,则可以说是恰如其分的。龚自珍有语云:"文字缘同骨肉深",我认同这种"人在江湖飘"的飘逸与不拘,虽不能至,心向往之。

第三,我在万科论坛的一个网友王怜花在他主持的"武林外史"中说,"武林不过是一个符号,江湖却是一种心情。故曰:有人就有江湖!"我很赞赏这句洞察世事的话。近期到厦门,王怜花兄驱车从福州赶来,在海边饮茶闲谈,对面就是台湾金门,让我深感江湖有人心险恶,但是也有一诺千金,有惺惺相惜。

第四,这也反映了我当时在香港的一种飘忽不定的心态。当时远离家人、远离北京的朋友一个人在香港,颇有飘零之感,在香港先后生在香港大学附近和跑马地,都是适宜于散步、读书、静思的地方。于是,所谓"人生天地间,忽如远行客",所谓"前途当几许?未知止泊处",所谓"月明星稀,鸟鹊南飞。绕树三匝,何枝可栖",都是我当时熟悉并有所感悟的诗句,真正有动手写点文章的心情的时候并不多,许多是媒体朋友催促的结果。本书中收录的一些文章,就先后在香港的《信报》、《中国评论》、《大公报》等以及国内的一些媒体刊登过。

第五,前面四点主要介绍的是"人在江湖"的来历,至于为什么一定要加上一个"金融的江湖",是因为近年来我一直在金融领域工作,研究和工作也基本上是在金融领域内。金融行业表面上庄严华贵、安稳平静,实际上波浪起伏,颇有江湖气息。

也许是已经过了喜欢变动的年龄,也许是本身经历积累的缘故,近来心态日益沉静。在SARS肆虐的日子里,我心平气和地在寓所里写这篇后记,仿佛是在对香港的一段生活进行总结,竟然还有一些旁观者的心态。说实在话,我并不认为这些漂泊香港期间、在朋友的催促和推动下写的文字就真的具有结集出版的价值和意义,充其量只是对个人具有一点回顾和自恋的意味在。古人说的"羞于少作",适用的是有强烈反省精神的中年人,我现在倒是连反省也平和了。想想柳宗元所说的"直以慵疏招物议,休将文字占时名",再想想"君能洗净世间念,何处楼台无月色",直面"年

光似鸟翩翩过，世事如棋局局新”的现实，我要感谢本书的读者，谢谢你们与我分享这一段并不复杂、并不精彩，但是确实是真诚的心路历程。

最后，我要感谢夏斌先生为我作序，文中殊多过誉之词，我也只能作为对我的勉励与期望了。我还要感谢上海的陆一先生和范钧先生，是他们积极热心的催促和专业化的编辑，促成了这本书的出版。

巴曙松

2003 年 5 月于北京车公庄